

**Wohlverhaltensregeln beim Vertrieb von Wertpapier- und  
Versicherungsdienstleistungen**

—

**Unter besonderer Berücksichtigung  
der USA, Großbritanniens und  
der Europäischen Union**

**DISSERTATION**

zur Erlangung des akademischen Grades Dr. iur.

eingereicht am 8. Dezember 2004

bei der Juristischen Fakultät

der Humboldt-Universität zu Berlin

von

Alexander Gemberg Wiesike

20. Februar 1974, Bonn

Dekan: Prof. Dr. Michael Kloepfer

Gutachter:

1. Prof. Dr. Dr. Stefan Grundmann, LL.M.

2. Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski

Datum der mündlichen Prüfung: 14. April 2005

*Für Eva*

## **Vorwort und Danksagung**

Die vorliegende Arbeit wurde im Dezember 2004 von der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin als Dissertation angenommen, sie berücksichtigt die Entwicklung bis einschließlich November 2004. Mein Dank gilt meinem Doktorvater, Prof. Dr. Dr. Stefan Grundmann, der trotz der langen Anfertigungszeit nie das Vertrauen in den letztendlichen Abschluss verlor, immer ein offenes Ohr hatte und am Ende für einen schnellen Verfahrensgang sorgte. Danken möchte ich auch dem Zweitgutachter der Arbeit, Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski, sowohl für die zügige Erstellung des Gutachtens als auch für die kritischen Anmerkungen, von denen die Arbeit profitierte.

Viele haben zur Entstehung dieser Arbeit beigetragen. Besonders gedankt sei dem Schweizerischen Institut für Rechtsvergleichung in Lausanne, wo die Arbeit während eines Forschungsaufenthalts im Jahre 2002 maßgeblich verfasst wurde. Mein Dank gilt überdies Flora und Santiago Santana in Telde/Gran Canaria, deren Gastfreundschaft es mir ermöglichte, der Arbeit den letzten Schliff zu geben.

Das Rechenzentrum der Humboldt-Universität ermöglichte durch das Projekt „Digitale Dissertationen“, dass die Arbeit nun im Netz einsehbar ist und von allen Interessierten als Quelle benutzt werden kann.

Danken möchte ich meinen Eltern, die mich während der gesamten Dissertationszeit auch finanziell unterstützten.

Viel mehr als Dank schulde ich meiner Frau Eva, die mir von Anfang bis Ende zur Seite stand und die auch für das Korrekturlesen sogar noch in die Flitterwochen hinein bereit war. Ohne sie wäre nicht eine Seite dieser Dissertation geschrieben worden.

Brüssel, im Juli 2005

Alexander Gemberg Wiesike

Abstrakt: Wohlverhaltenspflichten im Rahmen des Vertriebs von Kapitalanlage- und Versicherungsprodukten dienen dem System- und dem Kundenschutz und sind aus ökonomischer Sicht erforderlich, um den zwischen Finanzdienstleistern und Kunden bestehenden strukturellen Informationsasymmetrien zu begegnen. Da das Finanzdienstleistungsgeschäft von einer zunehmenden Finanzkonglomeration und dem Verschwinden der althergebrachten Sektorengrenzen geprägt ist, ist eine sektorenübergreifende Regelung der Wohlverhaltenspflichten de lege ferenda zu begrüßen. Dies ist insbesondere auch wettbewerbspolitisch geboten, um die mehr und mehr mit ähnlichen Produkten um die gleichen Kundengruppen werbenden Finanzdienstleister der Versicherungs- und Wertpapierbranche vergleichbaren Vorschriften im Hinblick auf den Umgang mit dem Kunden zu unterwerfen. Der Katalog vertriebsbezogener Wohlverhaltenspflichten ist sowohl den unterschiedlichen Schutzbedürfnissen der Finanzdienstleistungsempfänger als auch dem Grad der Abhängigkeit des Vermittlers vom „Hersteller“ des Finanzprodukts anzupassen. Eine Auftrennung von Finanzdienstleistungen in einen von unterschiedlichen Dienstleistern geleisteten Vermittlungs- und Beratungsteil ist ökonomisch sinnvoll, dürfte aber praktisch aufgrund der Marktgegebenheiten selbst durch massive regulatorische Eingriffe kaum realisierbar sein. Im Hinblick auf die Vollendung des europäischen Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen ist eine Vollharmonisierung gemeinsamer vertriebsbezogener Wohlverhaltensregeln für den Kapitalanlage- und den Versicherungssektor erforderlich. Europaweite Wohlverhaltenspflichten lassen im Zusammenhang mit der Entwicklung der einst getrennten Bank-, Wertpapier- und Versicherungsdienstleistungsunternehmen zu Allfinanzkonzernen eine einheitliche europäische Finanzmarktaufsicht näher rücken.

Schlagwörter: Wohlverhaltenspflichten; Wertpapierdienstleistungen; Versicherungsvermittler; Europäische Union; USA; Großbritannien

Abstract: Conduct of Business rules governing the provision of investment and insurance services and products protect both the system and the customers of such services. They are essential from an economic point of view in order to counter the structural information asymmetries between financial services providers and their customers. Since the provision of financial services is marked by a growing conglomeration and a dissolution of the sectoral boundaries of old, cross-sector conduct of business rules should be introduced. This is required in particular in order to ensure a level playing field for the financial services providers in both the insurance and the investment sector that increasingly compete with similar products for the same groups of customers. Conduct of business rules have to be adapted according to the diverging needs for protection of the different financial services recipients as well as the degree of dependency of the provider/intermediary from the “producer” of the financial product/service. Economically financial services providing brokerage and those providing advice should be separate, however, practically such a separation is unlikely to change much even with massive regulatory intervention due to the well-established structure of the market. As regards the completion of a European Common Market for Financial Services a complete harmonisation of conduct of business rules in both the investment services and the insurance sector is necessary. In turn, European-wide conduct of business rules in conjunction with the growing financial conglomeration of the formerly separate banking, investment services and insurance sectors call for a common European Financial Services Authority.

Key words: conduct of business rules; investment services; insurance intermediaries; European Union; USA; United Kingdom.

# INHALTSÜBERSICHT

Inhaltsübersicht .....	I
Inhaltsverzeichnis .....	III
Literaturverzeichnis .....	IX
Webographie .....	XXXIV
Abkürzungsverzeichnis .....	XXXV
Einleitung .....	1
I. Hintergrund der Themenstellung .....	1
II. Aufbau .....	5
1. Teil: Einordnung und Systematik .....	7
§ 1 Entwicklungen auf den Finanzmärkten .....	8
I. Finanzmarktintegration .....	8
II. Sektorüberschreitende Integration .....	11
III. Erhöhter Informationsbedarf .....	15
IV. Ergebnis und Bewertung .....	16
§ 2 Finanzdienstleistungen: Wirtschaftliche Funktionen und Regulierung .....	17
I. Gesamtwirtschaftliche Funktion .....	17
II. Regulierung und Aufsicht im Finanzdienstleistungssektor .....	23
III. Ergebnis und Bewertung .....	35
§ 3 Zusammenfassung 1. Teil .....	38
2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung .....	40
§ 4 Sachlicher Anwendungsbereich .....	42
I. Kapitalanlagen .....	42
II. Versicherungen .....	49
III. Ergebnis .....	56
§ 5 Verpflichteter Personenkreis .....	57
I. Wertpapierdienstleistungsunternehmen .....	59
II. Versicherungsdienstleistungsunternehmen .....	60
III. Ergebnis .....	65
§ 6 Geschützter Personenkreis .....	66
I. Schutz des Anlegers .....	66
II. Schutz des Versicherungsnehmers .....	68
III. Schutz des Verbrauchers – Informations- oder Sozialmodell? .....	68
IV. Kundenschutz .....	71
§ 7 Einteilung der Wohlverhaltenspflichten .....	73
I. Allgemeine Interessenwahrungspflicht .....	73
II. Interessenkonflikte .....	76
III. Organisationspflichten .....	79
IV. Informations- bzw. Kommunikationspflichten .....	83
V. Ergebnis .....	97
§ 8 Rechtsnatur und Durchsetzung der Wohlverhaltensregeln .....	99
I. Selbstregulierung und staatliche Regulierung .....	99
II. Die zwitterhafte Rechtsnatur der Wohlverhaltensregeln .....	103
III. Alternative Streitbeilegung .....	111
§ 9 Zusammenfassung 2. Teil .....	113
3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU .....	116
§ 10 USA .....	117
I. US-amerikanisches Finanzdienstleistungsrecht im Überblick .....	117
II. Verhaltensregeln im US-amerikanischen Wertpapiergeschäft .....	122

III. Durchsetzung der Wohlverhaltenspflichten .....	137
§ 11 Großbritannien .....	141
I. Überblick und Entwicklung der Finanzmarktregulierung .....	141
II. Wohlverhaltensregeln .....	158
III. Durchsetzung der Wohlverhaltensregeln .....	171
§ 12 Europäische Union .....	177
I. Der Europäische Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen .....	177
II. Wohlverhaltensregeln in der Europäischen Union .....	182
§ 13 Zusammenfassung 3. Teil .....	211
Schluß .....	215
I. Zusammenstellung der Ergebnisse .....	215
II. Ausblick .....	222
III. 10 Thesen auf einen Blick .....	226
Anhang: Vergleich der Resolutionen von IOSCO und IAIS .....	227

# INHALTSVERZEICHNIS

Inhaltsübersicht .....	I
Inhaltsverzeichnis.....	III
Literaturverzeichnis.....	IX
Webographie .....	XXXIV
Abkürzungsverzeichnis .....	XXXV
Einleitung .....	1
I. Hintergrund der Themenstellung .....	1
II. Aufbau .....	5
1. Teil: Einordnung und Systematik.....	7
§ 1 Entwicklungen auf den Finanzmärkten.....	8
I. Finanzmarktintegration .....	8
1. Globalisierung .....	8
2. Integration des Europäischen Finanzmarkts .....	10
II. Sektorüberschreitende Integration .....	11
1. Konglomeratisierung.....	11
2. Allfinanz.....	12
3. Ursachen.....	14
III. Erhöhter Informationsbedarf.....	15
1. Steigender privater Kapitalanlagebedarf bei steigender Produktkomplexität.....	15
2. Finanzprodukte des Binnenmarkts .....	16
IV. Ergebnis und Bewertung.....	16
§ 2 Finanzdienstleistungen: Wirtschaftliche Funktionen und Regulierung .....	17
I. Gesamtwirtschaftliche Funktion .....	17
1. Begriffsdefinition Finanzdienstleistungen .....	17
2. Finanzintermediation im engeren und weiteren Sinn.....	18
a) Originäre Finanzintermediation .....	19
b) Derivative Finanzintermediation .....	19
c) Reine Informationsintermediäre.....	20
d) Unbrauchbarkeit der institutionellen Bezeichnungen.....	20
3. Wirtschaftlicher Nutzen durch Transformationsleistungen .....	21
4. Zunahme der derivativen Intermediation und des Direktvertriebs.....	22
5. Ergebnis.....	23
II. Regulierung und Aufsicht im Finanzdienstleistungssektor .....	23
1. Ökonomische Raison d'être .....	24
2. System- bzw. Funktionsschutz.....	27
3. Kundenschutz.....	28
a) Schutzwürdigkeit des Kunden.....	29
(i) Adverse selection.....	29
(ii) Moral hazard.....	30
(iii) Behebung des Marktungleichgewichts durch Wettbewerb? .....	30
b) Mechanismen des Kundenschutzes.....	32
c) Insbesondere Wohlverhaltensregeln .....	33
III. Ergebnis und Bewertung .....	35
§ 3 Zusammenfassung 1. Teil .....	38
2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung .....	40
§ 4 Sachlicher Anwendungsbereich .....	42
I. Kapitalanlagen .....	42
1. Wertpapiergeschäfte.....	43
a) Effektengeschäfte.....	44

## Inhaltsverzeichnis

b) Derivatgeschäfte .....	45
c) Investmentfonds .....	47
2. Einlagengeschäft .....	48
II. Versicherungen .....	49
1. Lebensversicherungen .....	50
a) Risikolebensversicherung .....	50
b) (Gemischte) Kapitallebensversicherung und Rentenversicherungen .....	51
2. Pensionsfonds .....	53
3. Schadens bzw. Nichtlebensversicherungen .....	54
III. Ergebnis .....	56
§ 5 Verpflichteter Personenkreis .....	57
I. Wertpapierdienstleistungsunternehmen .....	59
II. Versicherungsdienstleistungsunternehmen .....	60
1. Versicherungsvermittler .....	61
a) Versicherungsmakler .....	61
b) Versicherungsvertreter .....	62
(i) Ausschließlichkeitsvertreter (tied agents) .....	62
(ii) Mehrfachagenten (multi-tied agents) .....	63
2. Versicherungsgesellschaften .....	63
III. Ergebnis .....	65
§ 6 Geschützter Personenkreis .....	66
I. Schutz des Anlegers .....	66
II. Schutz des Versicherungsnehmers .....	68
III. Schutz des Verbrauchers – Informations- oder Sozialmodell? .....	68
IV. Kundenschutz .....	71
§ 7 Einteilung der Wohlverhaltenspflichten .....	73
I. Allgemeine Interessenwahrungspflicht .....	73
II. Interessenkonflikte .....	76
1. Interessen des Kunden .....	76
2. Interessen des Finanzdienstleisters .....	76
3. Beherrschung der Interessenkonflikte .....	79
III. Organisationspflichten .....	79
1. Verhinderung von Interessenkonflikten durch Organisationsstruktur .....	79
a) Compliance .....	80
b) Chinese walls .....	81
2. Transaktionsbezogene Organisationspflichten .....	82
a) Geschäftsabwicklung .....	82
b) Dokumentation und Aufbewahrung .....	83
IV. Informations- bzw. Kommunikationspflichten .....	83
1. Kontakthanbahnung .....	86
2. Aufklärung .....	87
a) Unternehmensbezogene Aufklärung .....	87
b) Produkt- und abschlussbezogene Aufklärung .....	88
3. Erkundigung und Beratung .....	90
a) Beratung als zusätzliche, nicht gesondert vergütete Leistung .....	90
b) Dem Kundeninteresse entsprechende Empfehlung .....	91
c) Erkundigungspflicht .....	93
d) Execution-only .....	93
e) Trennung von Beratungs- und Vermittlungsleistung? .....	95
V. Ergebnis .....	97
§ 8 Rechtsnatur und Durchsetzung der Wohlverhaltensregeln .....	99
I. Selbstregulierung und staatliche Regulierung .....	99



## Inhaltsverzeichnis

1. Unternehmensinterne Selbstregulierung .....	100
2. Selbstregulierung durch Selbstregulierungsorganisationen .....	100
II. Die zwitterhafte Rechtsnatur der Wohlverhaltensregeln .....	103
1. Parallelität geschriebener und ungeschriebener Pflichten .....	103
2. Zivilrecht oder Aufsichtsrecht .....	105
a) Pro Zivilrecht .....	106
b) Pro Aufsichtsrecht .....	108
c) Auflösung .....	109
III. Alternative Streitbeilegung .....	111
§ 9 Zusammenfassung 2. Teil .....	113
3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU .....	116
§ 10 USA .....	117
I. US-amerikanisches Finanzdienstleistungsrecht im Überblick .....	117
1. Wertpapierregulierung .....	118
2. Versicherungsregulierung .....	121
II. Verhaltensregeln im US-amerikanischen Wertpapiergeschäft .....	122
1. Allgemeine Interessenwahrungspflicht .....	122
2. Transaktionsbezogene Organisationspflichten .....	124
a) Abwicklung .....	124
b) Dokumentation und Aufbewahrung .....	125
3. Kommunikationspflichten .....	127
a) Boiler room operations / telemarketing .....	127
b) Aufklärung (disclosure) .....	127
(i) Unternehmens- und abschlussbezogene Aufklärung .....	127
(ii) Produktbezogene Aufklärung .....	128
(iii) Risk disclosure .....	129
c) Erkundigung und Beratung (suitability rule) .....	130
(i) NASD .....	131
(ii) Weitere Rechtsgrundlagen .....	132
(1) NYSE .....	132
(2) Anti-fraud-Generalklausel der SEC .....	133
(iii) Pflichteninhalt .....	133
(1) Empfehlung .....	133
(2) Execution-only .....	134
(3) Allgemeine Warnpflichten .....	135
(iv) Suitability für besonders risikoreiche Geschäfte .....	135
III. Durchsetzung der Wohlverhaltenspflichten .....	137
1. Aufsichtsrechtlich: Sanktionen durch SEC und NASD .....	137
2. Privatrechtlich .....	138
a) Private rights of action .....	138
b) Alternative Streitbeilegung .....	139
§ 11 Großbritannien .....	141
I. Überblick und Entwicklung der Finanzmarktregulierung .....	141
1. Die ersten Schritte staatlicher Regulierung .....	141
a) Versicherungsgeschäfte .....	142
b) Kapitalanlagegeschäfte .....	143
(i) Anwendungsbereich .....	144
(ii) Conduct of Business Rules .....	145
(iii) Auswirkungen auf internationaler Ebene .....	147
c) Bewertung .....	147
2. Die integrierte Allfinanzmarktaufsicht .....	148
a) Internationaler Trend .....	149

## Inhaltsverzeichnis

b) Financial Services and Markets Act 2000 .....	151
(i) Überblick .....	151
(ii) Allgemeine Regulierungsziele .....	153
(iii) Financial Services Authority .....	154
(iv) FSMA und FSA Handbook – die neue two tier structure .....	155
c) Der Vertrieb von general insurance .....	156
(i) GISC bis 2004 .....	157
(ii) Ab 2005 .....	157
II. Wohlverhaltensregeln .....	158
1. Unterschiedliche Verhaltenspflichten je nach Kundenkategorie .....	158
a) Designated investment business .....	158
(i) Market counterparties .....	159
(ii) Intermediate customers .....	159
(iii) Private customers .....	160
b) General insurance .....	161
2. Allgemeine Interessenwahrungspflicht .....	161
a) Common law .....	161
b) Regulatory rules .....	162
c) Zum Verhältnis von regulatory und fiduciary rules .....	162
3. Kommunikationspflichten .....	163
a) Marketing und Kontaktabbau .....	163
b) Aufklärung .....	164
c) Erkundigung und Beratung .....	165
(i) Erkundigung .....	165
(ii) Suitability .....	166
d) Besondere Regeln für packaged products .....	167
(i) Polarisation .....	167
(ii) Best advice .....	169
(iii) Rücktrittsrechte .....	169
e) Reformbestrebungen .....	169
4. Transaktionsbezogene Organisationspflichten .....	170
a) Best execution .....	170
b) Dokumentationspflichten .....	170
III. Durchsetzung der Wohlverhaltensregeln .....	171
1. Aufsichtsrechtlich .....	171
a) Sanktionen der FSA .....	171
b) Sanktionen der GISC .....	172
2. Privatrechtlich .....	173
a) Private right of action .....	173
b) Alternative Streitbeilegung .....	175
(i) Financial Ombudsman Service .....	175
(ii) General insurance .....	176
§ 12 Europäische Union .....	177
I. Der Europäische Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen .....	177
1. Segré-Bericht .....	177
2. Mindestharmonisierung, Heimatlandkontrolle und gegenseitige Anerkennung .....	178
3. Jüngste Reformen .....	179
a) Aktionsplan für Finanzdienstleistungen .....	180
b) Lamfalussy-Bericht und -Verfahren .....	180
c) FESCO/CESR .....	182
II. Wohlverhaltensregeln in der Europäischen Union .....	182
1. Wohlverhaltensregeln im Wertpapiergeschäft .....	183

## Inhaltsverzeichnis

a) Wertpapierdienstleistungsrichtlinie 93/22/EWG .....	183
b) Wohlverhaltensregeln in der ISD.....	183
c) Umsetzung in nationales Recht.....	184
d) Kritik an der Regelung des Art. 11 ISD.....	185
(i) Unzureichende Regelungstiefe.....	185
(ii) Systemfremdes Gastlandprinzip.....	186
(iii) Verortung der Dienstleistung.....	187
(iv) Unterschiedliche Schutzbedürftigkeit der Kunden je nach Professionalität.....	187
e) Neueste Reformen.....	188
f) Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente 2004/39/EG – ISD2 .....	189
(i) Modernisierungsschwerpunkte.....	189
(ii) Verfahren.....	189
g) Neufassung der Wohlverhaltenspflichten .....	190
(i) Einführung von Kundenkategorien .....	190
(ii) Europaweite Harmonisierung.....	191
(iii) Ausweitung des Anwendungsbereichs.....	193
(iv) Interessenkonflikte .....	193
(v) Interessenwahrungspflicht.....	193
(vi) Werbung/Kontaktanbahnung.....	193
(vii) Aufklärung.....	194
(viii) Erkundigung.....	194
(ix) Warnung .....	194
(x) Beratung.....	194
(xi) Execution only.....	195
(xii) Dokumentationspflichten .....	195
(xiii) Best and timely execution .....	195
h) FESCO-CESR Harmonisierung der Wohlverhaltensregeln .....	195
i) Ergebnis und Bewertung.....	196
2. Versicherungsgesellschaften und Versicherungsvermittler .....	197
a) Versicherungsunternehmen; EU-Versicherungsrichtlinien .....	197
b) Versicherungsvermittlung.....	198
(i) Erste europäische Maßnahmen.....	198
(ii) Versicherungsvermittlungs-RL 2002/92/EG.....	198
(iii) Verhaltenspflichten in der IMD .....	199
(1) Interessenwahrungspflicht.....	200
(2) Aufklärungspflichten.....	200
(3) Erkundigungspflicht .....	200
(4) Beratungspflicht.....	201
(5) Transaktionsbezogene Organisationspflichten.....	201
3. Verhaltensregeln für Finanzdienstleistungen im Fernabsatzgeschäft .....	202
a) Richtlinie über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen.....	202
(i) Allgemeine Bestimmungen .....	202
(ii) Verhaltenspflichten .....	204
(1) Kontaktanbahnung / Cooling off.....	204
(2) Aufklärungspflichten.....	204
b) E-Commerce-RL.....	205
4. Exkurs: Kommissionsempfehlung zu wohnungswirtschaftlichen Darlehen.....	206
5. Rechtsnatur und Durchsetzung der europäischen Verhaltenspflichten.....	206
a) Aufsichts- oder Privatrecht .....	206
b) Europäisches Netzwerk FIN-NET .....	207
§ 13 Zusammenfassung 3. Teil .....	211
Schluss.....	215

## Inhaltsverzeichnis

I. Zusammenstellung der Ergebnisse .....	215
II. Ausblick.....	222
III. 10 Thesen auf einen Blick.....	226
Anhang: Vergleich der Resolutionen von IOSCO und IAIS .....	227

## LITERATURVERZEICHNIS

Des Öfteren zitierte Berichte von Forschungsinstituten bzw. -gruppen sind zur Vermeidung überlanger Fußnoten unter der in den Fußnoten verwendeten Bezeichnung im Literaturverzeichnis eingetragen.

- |  |   |
|--|---|
| ABRAM, NILS                              | <i>Der Vorschlag für eine EU-Versicherungsvermittlungsrichtlinie</i> , NVersZ 2001, S. 49.  |
| ABRAM, NILS                              | <i>Die Deckungsvorsorge der Versicherungsvermittler nach der EU-Versicherungsvermittlungs-Richtlinie</i> , ZVersW 2003, S. 459.   |
| ABRAM, NILS                              | <i>Werden in Deutschland gesetzliche Berufsregelungen für Versicherungsvermittler bald Wirklichkeit?</i> VersR 1998, S. 551.  |
| ABRAMS, CHARLES                          | <i>The Investment Services Directive - who should be the principal regulator of cross-border services?</i> EFSL 1995, S. 317.   |
| ABRAMS, CHARLES                          | <i>The Investment Services Directive</i> , in: CAMPBELL, <i>Financial Services in the New Europe, Special Issue, The Comparative Law Yearbook of International Business</i> , London et al. 1992, S. 311.                       |
| AHRENS, HANS-JÜRGEN                      | <i>Das Herkunftslandprinzip der E-Commerce-Richtlinie</i> , CR 2000, S. 835.  |
| AKERLOF, GEORGE A.                       | <i>The Market for Lemons: Quality Uncertainties and the Market Mechanism</i> , Quarterly Journal of Economics 1970, S. 488.   |
| ALBISETTI, EMILIO<br>u.a.(Hrsg.)         | <i>Handbuch des Geld-, Bank- und Börsenwesens der Schweiz</i> , 4. Aufl., Thun 1987.  |
| ALCOCK, ALISTAIR                         | <i>A Regulatory Monster</i> , J.B.L. 1998, S. 371.  |
| ALCOCK, ALISTAIR                         | <i>The draft Financial Services and Markets Bill</i> , Co.Law. 1998, S. 258.  |
| ALCOCK, ALISTAIR                         | <i>The Financial Services and Markets Act 2000: A Guide to the New Law</i> , Bristol 2000.  |
| ALFON, ISAAC /<br>ANDREWS, PETER         | <i>Cost-Benefit Analysis in Financial Regulation: How to do it and how it adds value</i> , London, September 1999,<br><a href="http://www.fsa.gov.uk/pubs/occpapers/op03.pdf">http://www.fsa.gov.uk/pubs/occpapers/op03.pdf</a> |
| ALPA, GUIDO                              | <i>The Harmonisation of EC Law of Financial Markets in the Perspective of Consumer Protection</i> , EBLR 2004, S. 347.  |
| ALPA, GUIDO                              | <i>Trading Online and the Protection of the Consumer</i> , EBLR 2001, S. 245.   |
| ALTHAUS, ANNETTE                         | <i>Principles of Cross-Border Supervision: The Swiss Approach to Enhanced Co-operation in International Financial Services Supervision</i> , ICCLJ 1999, S. 125.  |
| ANDENAS, MADS                            | <i>Rules of conduct and the principle of subsidiarity</i> , Co.Law. 1994, S. 60.  |
| ANDENAS, MADS (Hrsg.)                    | <i>EC Financial Market Regulation and Company Law</i> , London 1993, zit.:<br>AUTOR in ANDENAS.   |
| ANDERSEN, SETH C./<br>WINSLOW, DONALD A. | <i>Defining Suitability</i> , Kentucky Law Journal 1992/1993, S. 105.   |

## Literaturverzeichnis

- ANDERSSON, JAN *The Regulatory Technique of EU Securities Laws – A Few Remarks*, EBLR 2002, S. 313.
- ARENDTS, MARTIN *Bankenhaftung - Kann Privatautonomie durch Aufklärungs- und Beratungspflichten erreicht werden?* Jahrbuch junger Zivilrechtswissenschaftler 1995, S. 165.
- ARGANDOÑA, ANTONIO (Hrsg.) *The Ethical Dimension of Financial Institutions and Markets*, Heidelberg et. al. 1995, zit.: AUTOR in ARGANDOÑA.
- ASHALL, PAULINE *The Investment Services Directive: What was the Conflict all about?* in ANDENAS, *EC Financial Market Regulation and Company Law*, London 1993, S. 91.
- ASHE, T. MICHAEL *Conduct of Investment Business*, Co.Law. 1987, S. 154.
- ASSMANN, HEINZ-DIETER *Harmonisierung des Kapitalmarkt- und Börsenrechts*, in BANKRECHTSTAG 1993, *Deutsches und Europäisches Bank- und Börsenrecht*, Berlin et al. 1994, S. 61.
- ASSMANN, HEINZ-DIETER *Konzeptionelle Grundlagen des Anlegerschutzes*, ZBB 1989, S. 49.
- ASSMANN, HEINZ-DIETER *The Broker-Dealer's Liability for Recommendations*, Frankfurt/M. 1982, zit.: ASSMANN (LIABILITY).
- ASSMANN, HEINZ-DIETER / SCHNEIDER, UWE H. (Hrsg.) *Wertpapierhandelsgesetz - Kommentar*, 3. Auflage, Köln 2003, zit.: AUTOR in ASSMANN/SCHNEIDER; 1. Auflage, Köln 1996, zit.: AUTOR in ASSMANN/SCHNEIDER (1. AUFL.); zitierte Autoren: KOLLER, INGO
- ASSMANN, HEINZ-DIETER / SCHÜTZE, ROLF A. *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, 2. Auflage, München 1997, zit.: ASSMANN/SCHÜTZE/AUTOR; 1. Auflage, München 1990, zit.: ASSMANN/SCHÜTZE/AUTOR (1. AUFL.).
- AVGOULEAS, EMILIOS *Financial Market Regulation and the New Market Landscape: In Search of a New Regulatory Framework for Market Abuse*, ICCLJ 2000, S. 89.
- AVGOULEAS, EMILIOS *The Harmonisation of Rules of Conduct in EU Financial Markets: Economic Analysis, Subsidiarity and Investor Protection*, ELJ 2000, S. 72.
- BALZER, PETER *Anlegerschutz bei Verstößen gegen die Verhaltenspflichten nach §§ 31 ff. Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)*, ZBB 1997, S. 260.
- BALZER, PETER *Der Vorschlag der EU-Kommission für eine neue Wertpapierdienstleistungsrichtlinie*, ZBB 2003, S. 177.
- BALZER, PETER *Discount-Broking im Spannungsfeld zwischen Beratungsausschluss und Verhaltenspflichten nach WpHG*, DB 1997, S. 2311.
- BANKRECHTSTAG 1992 *Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute - Der moderne Schuldturn?*, Berlin et al. 1993, zit.: AUTOR in BANKRECHTSTAG 1992.
- BANKRECHTSTAG 1993 *Deutsches und Europäisches Bank- und Börsenrecht*, Berlin et al. 1994, zit.: AUTOR in BANKRECHTSTAG 1993.
- BANKRECHTSTAG 1995 *Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung*, Berlin et al. 1996, zit.: AUTOR in BANKRECHTSTAG 1995.
- BANZ, OLIVER *Rechtsprobleme der Allfinanz*, Zürich 1999.

## Literaturverzeichnis

- BASAÑEZ, FEDERICO/  
CORTÉS, LUÍS *Ethics and Regulation in Financial Institutions and Markets*, in ARGANDOÑA, *The Ethical Dimension of Financial Institutions and Markets*, Heidelberg et. al. 1995, S. 27.
- BASEDOW, JÜRGEN *Stand und Perspektiven der Deregulierung im Versicherungswesen*, in SCHWINTOWSKI, *Deregulierung, Private Krankenversicherung, Kfz-Haftpflichtversicherung*, Baden-Baden 1994, S. 23.
- BASEDOW, JÜRGEN *The Case for a European Insurance Contract Code*, J.B.L. 2001, S. 569.
- BASEDOW, JÜRGEN /  
MEYER, ULRICH/  
SCHWINTOWSKI, HANS-  
PETER (Hrsg.) *Erneuerung des Versicherungsvertragsgesetzes, Versichertenschutz in den USA, Rechnungslegung von Versicherungsunternehmen*, Baden-Baden 1997, zit.: AUTOR in BASEDOW (ERNEUERUNG).
- BASEDOW, JÜRGEN et al.  
(Hrsg.) *Anleger- und objektgerechte Beratung, Private Krankenversicherung, Ein Ombudsmann für die Versicherungen*, Baden-Baden 1999, zit.: AUTOR in BASEDOW (BERATUNG).
- BASEDOW, JÜRGEN/  
MEYER, ULRICH/  
SCHWINTOWSKI, HANS-  
PETER (Hrsg.) *Lebensversicherung, Internationale Versicherungsverträge und Verbraucherschutz, Versicherungsvertrieb*, Baden-Baden 1996, zit.: AUTOR in BASEDOW (LEBENSVERSICHERUNG).
- BATES, CHRIS *Regulated Activities under the Financial Services and Markets Act 2000*, BJIBFL 2001, S. 303.
- BAUM, HARALD/  
BREIDENBACH, STEPHAN *Die wachsende internationale Verflechtung der Wertpapiermärkte und die Regelungspolitik der U.S. Securities and Exchange Commission*, WM 1990, Sonderbeilage Nr. 6.
- BECKMANN, ROLAND M./  
MATUSCHE-BECKMANN,  
ANNEMARIE *Versicherungsrechts-Handbuch*, München 2004.
- BEENKEN, MATTHIAS *Auswirkungen der EU-Vermittler-Richtlinie auf die einzelnen Vertriebswege*, Karlsruhe, 2004.
- BELKIN, JANET E. *Regulatory Developments*, Journal of International Insurance 1999, S. 125.
- BENSTON, GEORGE J. *Regulating Financial Markets – A Critique and Some Proposals*, Washington 1999.
- BERG, STEFAN /  
STÖCKER, MATHIAS *Anwendungs- und Haftungsfragen zum Deutschen Corporate Governance Kodex*, WM 2002, S. 1569.
- BERGER, BERNHARD *Verhaltenspflichten und Vertrauenshaftung: dargestellt anhand der Informationspflichten des Effekthändlers*, Bern 2000.
- BERILL, KENNETH *Regulation of Financial Services in the United Kingdom*, in: DUFOUR/HIRSCH, *Colloque: Le Droit du Marché Financier Suisse*, St. Gallen 1987, S. 27.
- BERTIN-MOUROT,  
OLIVIER/  
PICKERING, JACQUES *Transposition of the Investment Services Directive into French Law*, EFSL 1997, S. 14.
- BIGOT, JEAN /  
LANGÉ, DANIEL *Traité de Droit des Assurances, Bd. 2, La Distribution de l'Assurance*, Paris 1999.

## Literaturverzeichnis

- BINDER, JENS-HINRICH *Die geplante deutsche Allfinanzaufsicht und der britische Prototyp – ein vergleichender Blick auf den deutschen Referentenentwurf*, WM 2001, S. 2230.
- BIPAR *Windows to the World*, Edition 1999.
- BIRDS, JOHN /  
HIRD, NORMA J. *Birds' Modern Insurance Law*, 5. Auflage, London 2001.
- BIRNBAUM, GÜNTER *Die Umsetzung der Wohlverhaltensregeln des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) in die Aufsichtspraxis des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel (BAWe)*, in KÜMPEL, *Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung – Festschrift für Siegfried Kümpel zum 70. Geburtstag*, Berlin 2003, S. 49.
- BIRNBAUM, GÜNTER /  
VON KOPP-COLOMB,  
WOLF *Die Harmonisierung von Wohlverhaltens- und Complianceregelungen auf europäischer Ebene durch FESCO bzw. CESR*, WM 2001, S. 2288.
- BITZ, MICHAEL *Erscheinungsformen und Funktionen von Finanzintermediären*, WiSt 1989, S. 430.
- BITZ, MICHAEL *Finanzdienstleistungen*, 6. Aufl., München 2002.
- BK *Berliner Kommentar zum Versicherungsvertragsgesetz*, Hrsg.: Honsell, Heinrich, Berlin et al. 1999, zit.: BK/AUTOR.
- BLACK, BARBARA *Securities Regulation in the Electronic Age: Online Trading, Discount Broker's Responsibilities and Old Wine in New Bottles*, Sec. Reg. LJ 2000, S. 15.
- BLAIR, MICHAEL *Financial Services: The New Core Rules*, London 1991, zit.: BLAIR (CORE RULES).
- BLAIR, MICHAEL *The Subject Matter from a British Point of View*, in BRUYNEEL, *La déontologie bancaire & financière – The ethical standards in banking & finance*, Brüssel 1998, S. 25.
- BLAIR, MICHAEL et al.  
(Hrsg.) *Blackstone's Guide to the Financial Services & Markets Act 2000*, London 2001, zit.: AUTOR in BLAIR (FSMA).
- BLAIR, WILLIAM et al. *Banking and Financial Services Regulation*, 3. Auflage, London 2002, zit.: BLAIR (BANKING).
- BLIESENER, DIRK H. *Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Wertpapierhandel*, Berlin 1998.
- BLYTH, TOBY *Regulation of Financial Services in the UK: An Overview of the New Scheme*, BJIBFL 2001, S. 411.
- BOCK, MARKUS *Staatsaufsicht über Finanzkonglomerate*, Frankfurt am Main 1999.
- BOLÉAT, MARK *The insurance industry and the Financial Services Authority*, JFRC 1998, S. 70.
- BOLÉAT, MARK *The new financial regulatory regime and the regulation of insurance*, JFRC 1998, S. 320.



## Literaturverzeichnis

- BOND, C.M./  
DORAN, J. *The Investment Services Directive*, in CAMPBELL, *Financial Services in the New Europe*, Special Issue, The Comparative Law Yearbook of International Business, London et al. 1992, S. 45.
- BONINO, EMMA *Finanzdienstleistungen - eine Priorität der Europäischen Verbraucherpolitik*, WM 1996, S. 1617.
- BOOTH, RICHARD A. *The Suitability Rule, Investor Diversification, and Using Spread to Measure Risk*, Bus.Law. 1999, S. 1599.
- BOSELDMANN, ECKHARD H. *Versicherungsmakler und deregulierte Versicherungsmärkte*, Karlsruhe 1994.
- BÖTTGER, GÜNTER *Der Vorschlag für eine Richtlinie des Rates über Wertpapierdienstleistungen*, in BÜSCHGEN/SCHNEIDER, *Der europäische Binnenmarkt 1992 - Auswirkungen für die deutsche Finanzwirtschaft*, Frankfurt/Main 1990, S. 263.
- BÖTTGER, GÜNTER *Financial Services Act 1986 – Übersicht über die Regelungen und die Problemfelder für deutsche Institute*, WM 1988, Sonderbeilage 5.
- BOUMA, PETER *How the Investment Services Directive (ISD) is being implemented in the Netherlands and what is expected*, JFRC 1996, S. 36.
- BRAC DE LA PERIERRE-BILAN *Déontologie des activités financières: Bilan de l'application des propositions du groupe présidé par M. Gilles Brac de La Perrière*, COB Supplément au Bulletin mensuel, Septembre 1989.
- BRAC DE LA PERIERRE-RAPPORT *La déontologie des activités financières, Rapport du groupe présidé par M. Gilles Brac de la Perrière*, COB Bull. mensuel, mars 1988.
- BRAGG, RICHARD J. *Some Consumer Problems Relating to the Sale of Long-Term Insurance*, in CARTWRIGHT, *Consumer Protection in Financial Services*, London 1999, S. 183.
- BRANDL, EVA MARIA *Die Umsetzung der Art. 10 und 11 Wertpapierdienstleistungsrichtlinie in Frankreich, Italien, Belgien und Spanien*, Regensburg 2001.
- BRANDT, MARKUS *Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute bei der Kapitalanlage*, Baden-Baden 2001.
- BRANDT, MARKUS *Mehr Verbraucherschutz durch Registrierungspflicht für Finanzdienstleistungs- und Versicherungsvermittler?* ZRP 1998, S. 179.
- BREIDENBACH, STEPHAN *Die Voraussetzungen von Informationspflichten beim Vertragsschluss*, München 1989.
- BRIAULT, CLIVE *Revisiting the Rationale for a Single National Financial Services Regulator*, FSA Occasional Paper Series, Februar 2002, zit.: BRIAULT (REVISITING).
- BRIAULT, CLIVE *The Rationale for a Single National Financial Services Regulator*, FSA Occasional Paper Series, May 1999, zit.: BRIAULT (RATIONALE).
- BRUYNEEL, ANDRÉ *La déontologie bancaire et financière en 1998: mode et nécessité?* in BRUYNEEL, *La déontologie bancaire & financière – The ethical standards in banking & finance*, Brüssel 1998, S. 5.
- BRUYNEEL, ANDRÉ (Hrsg.) *La déontologie bancaire & financière – The ethical standards in banking & finance*, Brüssel 1998, zit.: AUTOR in BRUYNEEL.

## Literaturverzeichnis

- BUHK, MATTHIAS *Die Haftung eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens bei der Anlagevermittlung und der Anlageberatung*, Frankfurt/Main 1999.
- BÜSCHGEN, HANS E. *Das kleine Börsenlexikon*, 22. Auflage, Düsseldorf 2001.
- BÜSCHGEN, HANS E./ SCHNEIDER, UWE H. (Hrsg.) *Der europäische Binnenmarkt 1992 - Auswirkungen für die deutsche Finanzwirtschaft*, Frankfurt/Main 1990, zit.: AUTOR in BÜSCHGEN/SCHNEIDER.
- BUXBAUM, RICHARD/ HERTIG, GÉRARD/ HIRSCH, ALAIN/ HOPT, KLAUS J. (Hrsg.) *European Economic and Business Law*, Berlin 1996, zit.: AUTOR in BUXBAUM.
- CAHN, ANDREAS *Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG*, ZHR 1998, S. 1.
- CAMPBELL, DENNIS (Hrsg.) *Financial Services in the New Europe*, Special Issue, The Comparative Law Yearbook of International Business, London et al. 1992, zit.: AUTOR in CAMPBELL.
- CANARIS, CLAUS-WILHELM *Bankvertragsrecht*, 3. Auflage, Berlin et al. 1988.
- CARDON DE LICHTBUER, M. *The Investment Services Directive - An Analysis*, in WYMEERSCH, *Further Perspectives in Financial Integration in Europe*, 1994, S. 79.
- CARTWRIGHT, PETER *Consumer Protection in Financial Services: Putting the Law in Context*, in CARTWRIGHT, *Consumer Protection in Financial Services*, London 1999, S. 1.
- CARTWRIGHT, PETER (Hrsg.) *Consumer Protection in Financial Services*, London 1999, zit.: AUTOR in CARTWRIGHT.
- CASHIN, EMER *The Investment Services Directive - An Overview*, JIBL 1997, S. 148.
- CESARINI, FRANCESCO *Economics of Securities Markets Regulation: Some Current Issues*, in FERRARINI, *European Securities Markets - The Investment Services Directive and Beyond*, London 1998, S. 65.
- CHAVDA, JAY *What Next for Financial Services? Looking to the Future*, in PERRY, *Financial Services and Markets Act 2000: A Practical Legal Guide*, London 2001, S. 389.
- CHIN, SHARON *Financial Services Regulation: Can History Teach Us Anything?* in CARTWRIGHT, *Consumer Protection in Financial Services*, London 1999, S. 139.
- CLARK, ROBERT CHARLES *The four stages of capitalism – Reflections on Investment Management Treatises*, Harv. L. Rev. 1981, S. 561.
- COFFEE, JOHN C. JR. *Brave New World? The Impact(s) of the Internet on Modern Securities Regulation*, Bus. Law. 1997, S. 1195.
- COHEN, PAUL D. *Securities Trading Via the Internet*, J.B.L. 1999, S. 299.
- COHEN, STEPHEN B. *The Suitability Rule and Economic Theory*, Yale Law Journal 1971, S. 1604.
- CORCORAN, ANDREA M/ HART, TERRY L. *The Regulation of Cross-Border Financial Services in the EU Internal Market*, CJEL 2002, S. 221.

## Literaturverzeichnis

- COX, DENNIS W. *Financial Services Regulation - Time to Stop and Think?* BJIBFL 1994, S. 168.
- CRANSTON, ROSS *The single market and the law of banking*, 2. Auflage, London 1995.
- CRUICKSHANK, CHRISTOPHER *The Investment Services Directive*, in: WYMEERSCH, *Further Perspectives in Financial Integration in Europe*, 1994, S. 73.
- CURRIE, CAROLINE *Civil Enforcement as a Regulatory Device: The Use of the Civil Law as a Means of Enforcing Securities Law Violations*, Co.Law. 1996, S. 139.
- DALE, RICHARD/  
WOLFE, SIMON *The structure of financial regulation*, JFRC 1998, S. 326.
- DALLON, CRAIG W. *Theories of Real Estate Broker Liability And the Effect of the "As Is" Clause*, Fla.L.Rev. 2002, S. 398.
- DÄUBLER-GMELIN, HERTA *Eine Erfolgsgeschichte von Anfang an: 10 Jahre Ombudsmannverfahren des Bundesverbands deutscher Banken*, WM 2002, S. 1342.
- DAX, DANIEL *L'état de la transposition de la Directive ISD et de la Directive CAD dans quelques pays limitrophes: Luxembourg*, in TOSSENS, *La réforme des marchés et des intermédiaires financiers*, Brüssel 1997, S. 725.
- DE CECCO, MARCELLO / GIOVANNINI, ALBERTO (Hrsg.) *A European Central Bank? Perspectives on monetary unification after ten years of the EMS*, Cambridge 1990.
- DECKERT, MARTINA R./ VON RÜDEN, JENS *Anlegerschutz durch Europäisches Kapitalmarktrecht*, EWS 1998, S. 46.
- DENNIG, ULRIKE *Zunehmende Konzentration der europäischen Finanzaufsicht*, Wirtschaftsdienst 2001, S. 595.
- DEVINE, PATRICK *Insurance Intermediaries in the EEC - An Industry Report*, London 1992.
- DI GIORGIO, GIORGIO / DI NOIA, CARMINE / *Financial Regulation and Supervision in the Euro Area: A Four-Peak Proposal*, Wharton Financial Institutions Centre, Januar 2001, <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/01/0102.pdf>.
- DINAUER, JOSEF *Allfinanz: Grundzüge des Finanzdienstleistungsmarkts*, München 2001.
- DUFOUR, ALFRED/  
HIRSCH, ALAIN (Hrsg.) *Colloque: Le Droit du Marché Financier Suisse*, St. Gallen 1987, zit.: AUTOR in DUFOUR/HIRSCH.
- EBENROTH, THOMAS/  
BOUJONG, KARLHEINZ/  
JOOST, DETLEV (Hrsg.) *Handelsgesetzbuch*, München 2001, zit.: AUTOR in EBENROTH/BOUJONG; zitierter Autor: GRUNDMANN, STEFAN.
- EIFERT, STEFFEN *Kapital-Lebensversicherungen aus Verbrauchersicht*, Berlin 1997.
- EISELE, DIETER *Insiderrecht und Compliance*, WM 1993, S. 1021.
- EMMERICH, VOLKER *Wettbewerbsbeschränkungen durch die Rechtsprechung*, in FS GERNHUBER, S. 857.
- EVERLING, ULRICH/  
ROTH, WULF-HENNING (Hrsg.) *Mindestharmonisierung im Europäischen Binnenmarkt*, Baden-Baden 1997, zit.: AUTOR in EVERLING/ROTH.

## Literaturverzeichnis

- FALKEN, RÜDIGER *Der Versicherungsberater als Interessenvertreter des Versicherungsnehmers*, in BASEDOW, *Lebensversicherung, Internationale Versicherungsverträge und Verbraucherschutz, Versicherungsvertrieb*, Baden-Baden 1996, S. 147.
- FARNY, DIETER et. al. (Hrsg.) *Handwörterbuch der Versicherung (HDV)*, Karlsruhe 1988, zit.: AUTOR in FARNY.
- FERRARINI, GUIDO *Towards a European Law of Investment Services and Institutions*, CMLR 1994, S. 1283.
- FERRARINI, GUIDO (Hrsg.) *European Securities Markets - The Investment Services Directive and Beyond*, London 1998, zit.: AUTOR in FERRARINI.
- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY *A New Regulator for the New Millenium*, Januar 2000, zit.: FSA (REGULATOR).
- FINSINGER, JÖRG *Best Advice - Beratung und Schutz für den Verbraucher*, in: GRIESS, *The Rule of Best Advice - Hemmnis oder Chance für einen Versicherungsmaklermarkt in Deutschland?* Hamburg 1991, S. 51.
- FINSINGER, JÖRG *Les coûts de la protection du consommateur dans les marchés d'assurances*, Revue du Marché Commun, Numéro spécial, Septembre 1991, S. 621.
- FINSINGER, JÖRG/  
HAMMOND, ELIZABETH/  
TAPP, JULIAN *Insurance: Competition or Regulation? A Comparative Study of the Insurance Markets in the United Kingdom and the Federal Republic of Germany*, London 1985.
- FISCHBACH, NATASCHA *Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 33 Abs. 1 Nr. 1 WpHG*, Hamburg 2000.
- FISHMAN, JAMES *A Comparison of Enforcement of Securities Laws in the UK and US*, Co.Law. 1993, S. 163.
- FLEISCHER, HOLGER *Der Financial Services and Markets Act 2000: Neues Börsen- und Kapitalmarktrecht für das Vereinigte Königreich*, RIW 2001, S. 817.
- FLEISCHER, HOLGER *Vertragsschlussbezogene Informationspflichten im Gemeinschaftsprivatrecht*, ZEuP 2000, S. 772.
- FLORIAN, ULRICH *Rechtsfragen des Wertpapierhandels im Internet*, München 2001.
- FRICKE, MARTIN *Einige Gedanken über die Berufsfreiheit der Versicherungsvermittler und die Umsetzung der EG-Vermittlerempfehlung vom 18.12.1991 in deutsches Recht*, VersR 1995, S. 1134.
- FRICKE, MARTIN *Versicherungsaufsicht integriert – Versicherungsaufsicht unter dem Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht*, NVersZ 2002, S. 337.
- G-10 (CONSOLIDATION) *Group of Ten: Report on Consolidation in the Financial Sector*, Januar 2001, <http://www.bis.org/publ/gten05.pdf>, zit.: G-10 (CONSOLIDATION).
- GALANOPOLOU, VASILIKI AN. *The FSA as an Institutional Model for the Emergence of a Single (Unified) European Financial Services Regulator*, EBLR 2003, S. 277.

## Literaturverzeichnis

- GEHRIG, THOMAS *Anlegerschutz im Europäischen Finanzdienstleisterrecht aus ökonomischer Perspektive – das Beispiel der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie*, in GRUNDMANN, *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts: Gesellschafts-, Arbeits- und Schuldvertragsrecht*, Tübingen 2000, S. 625.
- GERKE, WOLFGANG / VON ROSEN, RÜDIGER *Kodex für Kapitalmarktkommunikation*, Frankfurt/Main, Nürnberg, Mai 2001, [http://www.bankundboerse.wiso.uni-erlangen.de/\\_Forschung/\\_Projekte/Kodex.pdf](http://www.bankundboerse.wiso.uni-erlangen.de/_Forschung/_Projekte/Kodex.pdf)
- GERKE, WOLFGANG / STEINER, MANFRED (Hrsg.) *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 3. Auflage, Stuttgart 2001, zit.: AUTOR in GERKE/STEINER.
- GERNHUBER, JOACHIM *Festschrift für Joachim Gernhuber zum 70. Geburtstag*, Tübingen, 1993, zit.: AUTOR in FS GERNHUBER.
- GIBSON, WILLA E. *Investors, Look Before You Leap: The Suitability Doctrine Is Not Suitable for OTC Derivatives Dealers*, Loy.U.Chi.L.J. 1998, S. 527.
- GKOUTZINIS, APOSTOLOS *Free movement of services in the EC Treaty and the law of contractual obligations relating to banking and financial services*, CMLR 2004, S. 119.
- GOODE, ROY M. *Conflicts of Interest in the Changing Financial World*, London 1986, zit.: AUTOR in GOODE.
- GOODHART, CHARLES / HARTMANN, PHILIPP / LLEWELLYN, DAVID / ROJAS-SUÁREZ, LILIANA / WEISBROD, STEVEN *Financial Regulation – Why, how and where now?* London 1998, zit.: GOODHART.
- GÖRES, ULRICH *Transparenzgebote bei öffentlichen Auftritten von Wertpapieranalysten*, ZBB 2004, S. 210.
- GÖRSDORF-KEGEL, SUSANNE *Versicherungsvermittler müssen sich absichern*, VW 2003, S. 1847.
- GRABITZ, EBERHARD / HILF, MEINHARD / (Hrsg.) *Das Recht der Europäischen Union*, Loseblattsammlung, zit.: AUTOR in GRABITZ/HILF.
- GRAHAM, COSMO *Securities Regulation – The proposed Financial Services Ombudsman*, Co.Law. 1987, S. 83.
- GRIESS, HEINZ A. *The Rule of Best Advice - Hemmnis oder Chance für einen Versicherungsmaklermarkt in Deutschland?* Hamburg 1991, zit.: AUTOR in GRIESS.
- GRIESS, HEINZ-A. / ZINNERT, MARIO *Der Versicherungsmakler: Position und Funktion aus rechtlicher und wirtschaftlicher Sicht*, 3. Aufl., Karlsruhe 1997, zit.: GRIESS/ZINNERT.
- GROHNERT, STEPHAN *Rechtliche Grundlagen einer Compliance-Organisation und ausgewählte Fragen der Umsetzung*, Hamburg 1999.
- GROTTKE, SYBILLE *Die EG-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie*, EuZW 1993, S. 440.
- GRUMBACHER, PIERRE *Die Informationspflicht des Effekthändlers im neuen Börsengesetz: praktische Hinweise zur Umsetzung von Art. 11 BEHG*, Bern 1997.

## Literaturverzeichnis

- GRUNDMANN, STEFAN *Der Treuhandvertrag, insbesondere die werbende Treuhand*, München 1997, zit.: GRUNDMANN (TREUHAND).
- GRUNDMANN, STEFAN *Europäisches Schuldvertragsrecht*, Berlin 1999, zit.: GRUNDMANN (SCHULDVERTRAGSRECHT).
- GRUNDMANN, STEFAN *Information, Party Autonomy and Economic Agents in European Contract Law*, CMLR 2002, S. 269.
- GRUNDMANN, STEFAN *Privatautonomie im Binnenmarkt*, JZ 2000, S. 1133.
- GRUNDMANN, STEFAN (Hrsg.) *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts: Gesellschafts-, Arbeits- und Schuldvertragsrecht*, Tübingen 2000, zit.: AUTOR in GRUNDMANN (SYSTEMBILDUNG).
- GRUNDMANN, STEFAN / KERBER, WOLFGANG / WEATHERILL, STEPHEN *Party Autonomy and the Role of Information in the Internal Marke – an Overview*, in GRUNDMANN, *Party Autonomy and the Role of Information in the Internal Market*, Berlin et al. 2001, S. 3.
- GRUNDMANN, STEFAN / KERBER, WOLFGANG / WEATHERILL, STEPHEN *Party Autonomy and the Role of Information in the Internal Market*, Berlin et al. 2001; zit.: AUTOR in GRUNDMANN (PARTY AUTONOMY).
- GRUNDMANN, STEFAN / KERBER, WOLFGANG *Information Intermediaries and Party Autonomy – The Example of Securities and Insurance Markets*, in GRUNDMANN, *Party Autonomy and the Role of Information in the Internal Market*, Berlin et al. 2001, S. 264.
- HAEBERLIN, THORSTEN *Der aktuelle Stand des Versicherungsnehmerschutzes im englischen und deutschen Versicherungsvertragsrecht vor dem Hintergrund der jüngsten EG-Rechtsentwicklung*, Frankfurt/Main et. al. 1998.
- HAGEMEISTER, HANS-OTTO *Die neue Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, WM 2002, S. 1773.
- HAGENA, MARTIN *Die Umsetzung der Empfehlung der EU-Kommission über Versicherungsvermittler vom 18.12.1991*, in BASEDOW, *Anleger- und objektgerechte Beratung, Private Krankenversicherung, Ein Ombudsmann für die Versicherungen*, Baden-Baden 1999, S. 35.
- HAGHOFER, THOMAS / MAYER, GOTTFRIED *Die Wohlverhaltensregeln des Wertpapieraufsichtsgesetzes (WAG) aus der Sicht des Konsumentenschutzes*, ÖBA 1997, S. 583.
- HALL, MAXIMILIAN J.B. *The Financial Services Act and its consequences for Europe*, WuR 1990, S. 211.
- HAMMES, NICOLE *Die Vorschläge der Europäischen Kommission zur Überarbeitung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie*, ZBB 2001, S. 498.
- HANSELL, D.S. *Introduction to Insurance*, London et al. 1996.
- HARDING, MARK / SABALOT, DEBORAH *IOSCO 1992 – Whither Securities Regulation?* BJIBFL 1992, S. 455.
- HAURI, KURT *Anlegerschutz: Umfang und Grenzen der rechtlichen Ordnung*, in DUFOUR/HIRSCH, *Colloque: Le Droit du Marché Financier Suisse*, St. Gallen 1987, S. 36.
- HAYNES, ANDREW (Hrsg.) *The Regulatory Structure in Operation*, in BUTTERWORTHS FINANCIAL REGULATION SERVICE, Loseblattsammlung, Stand März 2003, London.
- HAZEN, THOMAS LEE *Treatise on the Law of Securities Regulation*, 4th Edition, St. Paul 2002.

## Literaturverzeichnis

- HEIDRICH, JÖRN *Verbraucherschutz in der Kreditwirtschaft*, Frankfurt a.M. 2000.
- HEINEMANN, FRIEDRICH / JOPP, MATHIAS *The Benefits of a Working European Retail Market for Financial Services*, Berlin, März 2002, <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/div/erffinal.pdf>, zit.: HEINEMANN/JOPP
- HEINSIUS, THEODOR *Festschrift für Theodor Heinsius*, München 1991, zit.: AUTOR in FS HEINSIUS.
- HEISE, DETLEF *Der Insiderhandel an der Börse und dessen strafrechtliche Bedeutung*, Frankfurt am Main 2000.
- HEISS, HELMUT *Verbraucherschutz im Binnenmarkt: Art. 129a EGV und die wirtschaftlichen Verbraucherinteressen*, ZeuP 1996, S. 625.
- HEISS, HELMUT / LORENZ, BERNHARD *Europäisches Versicherungsvermittlerrecht für Österreich*, Wien 1996.
- HENSSLER, MARTIN *Risiko als Vertragsgegenstand*, Tübingen 1994.
- HERRING, RICHARD J. / SANTOMERO, ANTHONY M *What is Optimal Financial Regulation?* The Wharton School, University of Pennsylvania, August 2000, <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/00/0034.pdf>.
- HERTIG, GÉRARD *Imperfect Mutual Recognition for EU Financial Services*, in BUXBAUM, *European Economic and Business Law*, Berlin 1996, S. 218.
- HERTIG, GÉRARD / HERTIG-PELLI, MARTINA (Hrsg.) *Kolloquium "Vorentwurf eines Bundesgesetzes über die Börsen und den Börsenhandel"*, Zürich 1992.
- HERZ, BERNHARD *Finanzdienstleister und Finanzmärkte im Umbruch – Zusammenfassung und Ausblick*, in OBERENDER, *Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte im Umbruch*, Berlin 2001, S. 111.
- HODGIN, RAY *Requirements of Best Advice in Insurance Law – The English Position*, in BASEDOW, *Anleger- und objektgerechte Beratung, Private Krankenversicherung, Ein Ombudsmann für die Versicherungen*, Baden-Baden 1999, S. 59.
- HOEREN, THOMAS *Selbstregulierung im Banken- und Versicherungsrecht*, Karlsruhe 1995.
- HOFFMANN, JOCHEN *Das Ende des amerikanischen Trennbankensystems*, WM 2000, S. 1773.
- HOFMANN, EDGAR *Privatversicherungsrecht*, München 1991.
- HOFSTETTER, BRIGITTE *Interessenkonflikte im Universalbankensystem*, Bern 1999.
- HOPT, KLAUS J. *Anlegerschutz*, in GERKE/STEINER, *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 2. Auflage, Stuttgart 1995, S. 67.
- HOPT, KLAUS J. *Europäisches Kapitalmarktrecht – Rückblick und Ausblick*, in GRUNDMANN, *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts: Gesellschafts-, Arbeits- und Schuldvertragsrecht*, Tübingen 2000, S. 307.
- HOPT, KLAUS J. *Funktion, Dogmatik und Reichweite der Aufklärungs-, Warn- und Beratungspflichten der Kreditinstitute*, in BANKRECHTSTAG 1992, *Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute - Der moderne Schuldturn?*, Berlin et al. 1993, S. 1.



## Literaturverzeichnis

- HOPT, KLAUS J. *Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz*, ZHR 1995, S. 135.
- HOPT, KLAUS J. *Insiderwissen und Interessenkonflikte im europäischen und deutschen Bankrecht*, in *Festschrift für Theodor Heinsius*, München 1991, S. 289.
- HOPT, KLAUS J. *Inwieweit empfiehlt sich eine allgemeine gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes?* Gutachten G für den 51. Deutschen Juristentag, in *Verhandlungen des 51. Deutschen Juristentages*, Bd. I, Stuttgart 1976, zit.: HOPT (GUTACHTEN)
- HOPT, KLAUS J. *Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken*, München 1975, zit.: HOPT (KAPITALANLEGERSCHUTZ).
- HOPT, KLAUS J. *Self-regulation in Banking and Finance – practice and theory in Germany*, in BRUYNEEL, *La déontologie bancaire & financière – The ethical standards in banking & finance*, Brüssel 1998, S. 53.
- HOPT, KLAUS J. *Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht?* ZHR 1976, S. 201, 389.
- HORN, CHARLES M. *The Gramm-Leach-Bliley Financial Modernization Act: a new course in US financial services*, IJIL 2000, S. 109.
- HORN, NORBERT *Die Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken*, ZBB 1997, S. 139.
- HUBBARD, R. GLENN *Money, the Financial System, and the Economy*, Reading 1995.
- HÜBNER, ULRICH *Berufsregelung für Versicherungsvermittler in Deutschland?* EuZW 1997, S. 193.
- HÜBNER, ULRICH *Deregulierung und Versicherungsvermittlung - Verbraucherschutz durch Beratung?* in FS LORENZ, *Recht und Ökonomie der Versicherung*, Festschrift für Egon Lorenz zum 60. Geburtstag, Karlsruhe 1994, S. 317.
- HÜBNER, ULRICH *Notwendigkeit einer Berufsregelung für Versicherungsvermittler in Deutschland*, in HÜBNER, *Berufsregelung für Versicherungsvermittler in Deutschland*, Karlsruhe 1997, S. 3.
- HÜBNER, ULRICH (Hrsg.) *Berufsregelung für Versicherungsvermittler in Deutschland*, Karlsruhe 1997, zit.: AUTOR in HÜBNER (BERUFSREGELUNG).
- HUNSDORFER, ANDREAS *Zulassungsvoraussetzungen für Versicherungsmakler in Großbritannien und Frankreich – eine rechtsvergleichende Untersuchung*, Köln 1992.
- ILMONEN, KLAUS R. *Changing the Investment Services Directive: broker-dealers and institutional investors*, Co.Law. 2002, S. 135.
- IVAMY, E.R. HARDY *General Principles of Insurance Law*, 6. Aufl., London 1993.
- JAMROZ, MICHAEL P. *The Customer Protection Rule*, Bus.Law. 2002, S. 1069.
- JANNOTT, EDGAR *Recht der Versicherungsvermittlung*, in FARNY, *Handwörterbuch der Versicherung (HDV)*, Karlsruhe 1988, S. 1158.
- JENTSCH, WERNER *Die EG-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie - Entstehungsgeschichte und Inhalt*, WM 1993, S. 2189.
- JERUSALEM, KONRAD *Die Regelung der Mitarbeitergeschäfte im Bankgewerbe durch Compliance*, Berlin 1996.



## Literaturverzeichnis

- JOINT FORUM *Core Principles – Cross-Sectoral Comparison*, November 2001  
<http://www.bis.org/publ/joint03.pdf>.
- KALSS, SUSANNE *Zur Umsetzung der Wohlverhaltensregeln der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie*, ÖBA 1995, S. 835.
- KAMPHUISEN, J. GERARD *Best Advice und der niederländische Versicherungsmarkt*, in GRIESS, *The Rule of Best Advice - Hemmnis oder Chance für einen Versicherungsmaklermarkt in Deutschland?* Hamburg 1991, S. 33.
- KÄRDE, BENGT/  
DEGENNE, SOPHIE *Implementation of the Investment Services Directive in Sweden*, EFSL 1997, S. 8.
- KARMEL, ROBERTA S. *The Case for a European Securities Commission*, CJTL 1999, S. 9.
- KARPF, ANDREAS *Wertpapieraufsichtsgesetz und Verbraucherschutz*, Wien 2000.
- KATSAS, THEODOR *Conduct of Business Rules für Wertpapierdienstleistungsunternehmen in Europa*, Berlin 2002.
- KERN, HOLGER *Bancassurance - Modell der Zukunft*, ÖBA 1998, S. 785.
- KERN, HOLGER *Finanzportale - vom „One-stop-shopping“ zum „One-dot-shopping“*, ÖBA 2000, S. 370.
- KIENINGER, EVA-MARIA *Aufklärungspflichten bei fremdfinanzierter Lebensversicherung als Kapitalanlage*, NVersZ 1999, S. 118.
- KIENINGER, EVA-MARIA *Informations-, Aufklärungs- und Beratungspflichten beim Abschluß von Versicherungsverträgen*, AcP 1999, S. 190.
- KIENINGER, EVA-MARIA *Informations-, Aufklärungs- und Beratungspflichten beim Abschluss von Versicherungsverträgen: zur Gesetzesinitiative der Bundesländer vom 7.7.1997*, VersR 1998, S. 5.
- KILIAN, MATTHIAS *Die Globalisierung der Rechtsberatung - Interessenkonflikte und Chinese Walls*, WM 2000, S. 1366.
- KILIAN, WOLFGANG /  
SCHEJA, GREGOR *Freier Datenfluss im Allfinanzkonzern?* RIW 2002, Beilage I Banken und Versicherungen, S. 19.
- KLENKE, HILMAR *Börsendienstleistungen im Europäischen Binnenmarkt: die Marktkonzeption der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie am Beispiel der Aktienmärkte*, Berlin 1998.
- KLÖCKENER, JÖRN *Status und Haftung bei Fehlverhalten der selbständigen Versicherungsvertreter in Frankreich und in der Bundesrepublik Deutschland*, Karlsruhe 1990.
- KNOBL, PETER *Wieviel Beratung braucht der österreichische Wertpapierkunde*, ÖBA 1997, S. 783.
- KNOBL, PETER *Wohlverhaltensregeln und Anlageberatung*, ÖBA 1995, S. 741.
- KOBAN, KLAUS G. *Neueste Entwicklungen im europäischen Versicherungsvermittlerrecht*, VR 2000, S. 105.
- KOCH, HANS-DIETER/  
SCHMIDT, REINHARD H. *Ziele und Instrumente des Anlegerschutzes*, BFuP 1981, S. 231.

## Literaturverzeichnis

- KÖNDGEN, JOHANNES *Mindestharmonisierung im europäischen Bankrecht - konzeptionelle Grundlagen*, in EVERLING/ROTH, *Mindestharmonisierung im Europäischen Binnenmarkt*, Baden-Baden 1997, S. 111.
- KÖNDGEN, JOHANNES *Rules of Conduct: Further Harmonisation?* in FERRARINI, *European Securities Markets - The Investment Services Directive and Beyond*, London 1998, S. 115.
- KÖNDGEN, JOHANNES *Selbstbindung ohne Vertrag*, Tübingen 1981.
- KÖNDGEN, JOHANNES *Wieviel Aufklärung braucht ein Wertpapierkunde?* ZBB 1996, S. 361.
- KRAUSS, HARALD *Die Lage in den anderen wichtigsten Mitgliedstaaten der Europäischen Union*, in HÜBNER, *Berufsregelung für Versicherungsvermittler in Deutschland*, Karlsruhe 1997, S. 97.
- KRAUSS, HARALD *Europäische Berufsstandards für Versicherungsvermittler*, in BASEDOW, *Lebensversicherung, Internationale Versicherungsverträge und Verbraucherschutz, Versicherungsvertrieb*, Baden-Baden 1996, S. 127.
- KROLL, MILTON P. / COHEN, GARY O. *The Insurance-Security Identity Crisis*, Geo.Wash.L.Rev. 1978, S. 790.
- KRÜMMEL, HANS-JACOB (Hrsg.) *Allfinanz – Strukturwandel an den Märkten für Finanzdienstleistungen*, Berlin, 1991, zit.: AUTOR in KRÜMMEL.
- KÜBLER, FRIEDRICH *Anlageberatung durch Kreditinstitute*, ZHR 1981, S. 204.
- KÜMPEL, SIEGFRIED *Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung – Festschrift für Siegfried Kümpel zum 70. Geburtstag*, Berlin 2003, zit.: AUTOR in FS KÜMPEL.
- KÜMPEL, SIEGFRIED *Bank- und Kapitalmarktrecht*, 3. Aufl., Köln 2004, zit.: KÜMPEL (BANKRECHT)
- KÜMPEL, SIEGFRIED *Wertpapierhandelsgesetz*, Berlin 1996, zit.: KÜMPEL (WpHG).
- KURTH, EKKEHARD *Problematik grenzüberschreitender Wertpapieraufsicht*, WM 2000, S. 1521.
- LAMBERT-FAIVRE, YVONNE *Droit des assurances*, 11. Aufl., Paris 2001.
- LAMFALUSSY-BERICHT *Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte*, 15. Februar 2001.
- LANG, VOLKER *Die Beweislastverteilung im Falle der Verletzung von Aufklärungs- und Beratungspflichten bei Wertpapierdienstleistungen*, WM 2000, S. 450.
- LANG, VOLKER *Einmal mehr: Berufsrecht, Berufspflichten und Berufshaftung*, AcP 2001, S. 451.
- LANGE, MARKUS *Informationspflichten von Finanzdienstleistern - Zivilrechtliche Vorfeldpflichten bei Anlagegeschäften an Finanz- und Terminmärkten unter Berücksichtigung der §§31, 32 WpHG*, Berlin 2000.
- LANGHART, ALBRECHT *Rahmengesetz und Selbstregulierung*, Zürich 1993.
- LAW COMMISSION *Fiduciary and Regulatory Rules*, Report Nr. 236 in LAW COMMISSION REPORTS, Bd. 29, London 1995.

## Literaturverzeichnis

- LEE, RUBEN *Supervising EU capital markets : do we need a European SEC?* in BUXBAUM, *European Economic and Business Law*, Berlin 1996, S. 187.
- LEHMANN, MICHAEL *Die bürgerlich-rechtliche Haftung für Werbeangaben*, NJW 1981, S. 1233.
- LEISCH, FRANZ CLEMENS *Informationspflichten nach § 31 WpHG*, München 2004.
- LEVIN, MATTIAS *The difficulties of regulating trading – the new Investment Services Directive*, Dezember 2002.
- LIBIN, NANCY C. / WRONA, JAMES S. *The Securities Industry and the Internet: A Suitable Match*, Col.Bus.LR 2001, S. 601.
- LOMNICKA, EVA *Reforming U.K. Financial Services Regulation: The Creation of a Single Regulator*, J.B.L. 1999, S. 480.
- LONDON ECONOMICS *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*, Executive Summary, November 2002.
- LORENZ, BERNHARD *Kundenschutz durch Regulierung der Versicherungsvermittlung - eine ökonomisch-rechtsvergleichende Analyse aktueller europarechtlicher Entwicklungen*, in SCHNYDER, *Internationales Verbraucherschutzrecht: Erfahrungen und Entwicklungen in Deutschland, Liechtenstein, Österreich und der Schweiz*, Tübingen 1995, S. 253.
- LORENZ, EGON *Recht und Ökonomie der Versicherung*, Festschrift für Egon Lorenz zum 60. Geburtstag, Karlsruhe 1994, zit.: AUTOR in FS LORENZ.
- LOSS, LOUIS/ SELIGMAN, JOEL *Fundamentals of Securities Regulation*, 5. Auflage, New York, 2004.
- LOWE, TOM *Annotated Guide to the Financial Services & Markets Act 2000*, Oxford 2001.
- LOWENFELS, LEWIS D./ BROMBERG, ALAN R. *Suitability in Securities Transactions*, Bus.Law. 1999, S. 1557.
- MACNEIL, IAIN G. *FSA 1986: Does s 62 provide an effective remedy for breaches of Conduct of Business Rules?* Co.Law. 1994, S. 172.
- MARTIN, SIGMUND P. *Criminal Securities and Commodities Fraud – Kapitalanlagebetrug im US-amerikanischen und deutschen Recht*, Heidelberg 1993.
- MATTOUT, JEAN-PIERRE *La Déontologie Financière et Bancaire en France*, in BRUYNEEL, *La déontologie bancaire & financière – The ethical standards in banking & finance*, Brüssel 1998, S. 35.
- MATUSCHE, ANNEMARIE *Pflichten und Haftung des Versicherungsmaklers*, Karlsruhe 1995.
- MAUNTEL, ULRIKE *Bedarfs- und produktbezogene Beratung beim Abschluss von Lebensversicherungsverträgen*, Karlsruhe 2004.
- MCCORMACK, GERARD *Conflicts of Interest, Chinese Walls and Investment Management*, ICCLJ 1999, S. 5.
- MCCORMACK, GERARD *Conflicts of Interests and the Investment Management Function*, Co.Law. 1999, S. 2.
- MCGEE, ANDREW *The Securities and Investment Board's Core Conduct of Business Rules 1991*, Co.Law. 1992, S. 129.

## Literaturverzeichnis

- MENSCHING, CHRISTOPHER *Verbraucherschutz durch Berufsregelungen für Versicherungsvermittler*, Karlsruhe 2002.
- MENSCHING, CHRISTOPHER *Versichert mit beschränkter Haftung*, VersR 2004, S. 19.
- METZ, RAINER *Discount-Broker: Bankgeschäfte und technologische Veränderungen*, VuR 1996, S. 183.
- MEYER, ANDREAS *Haftung für Research Reports und Wohlverhaltensregeln für Analysten*, AG 2003, S. 610.
- MEYER, HANS DIETER *Verbraucherpolitische Informationen und Forderungen*, in BASEDOW, *Lebensversicherung, Internationale Versicherungsverträge und Verbraucherschutz*, Versicherungsvertrieb, Baden-Baden 1996, S. 157.
- MISTRY, HIREN B. *The loss of direct parliamentary control. Does that mean a financial services regulator without accountability?* Co.Law. 2001, S. 246.
- MITCHELL, JEREMY *Savings and Investment Consumer Issues*, OFT Occasional Paper, Teil I, Juni 1992.
- MÖLLERS, THOMAS M. *Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht - Harmonisierungsmöglichkeiten nach geltendem und künftigen Recht*, ZGR 1997, S. 334.
- MÖLLERS, THOMAS M. J./GANTEN, TED *Die Wohlverhaltensrichtlinie des BAWe im Lichte der neuen Fassung des WpHG*, ZGR 1998, S. 773.
- MOLONEY, NIAMH *Distance marketing of financial services: the approach towards harmonisation emerges*, Co.Law. 2000, S. 198.
- MOLONEY, NIAMH *EC Securities Regulation*, Oxford 2002.
- MÖRNER, ANNA *The European Union, Financial Services and the Consumer*, in CARTWRIGHT, *Consumer Protection in Financial Services*, London 1999, S. 23.
- MORRIS, PHILIP / LITTLE, GAVIN *The Ombudsmen and Consumer Protection*, in CARTWRIGHT, *Consumer Protection in Financial Services*, London 1999, S. 41.
- MORRIS, SIMON *Financial Services: Regulating Investment Business*, London 1995.
- MÜLLER, HELMUT *Die neue EU-Vermittlerrichtlinie – Überlegungen zur Umsetzung in deutsches Recht*, ZfW 2003, S. 98.
- MÜLLER, HELMUT *Leider nur das Allernotwendigste*, ZfW 2003, S. 687.
- MÜLLER, HELMUT *Verbraucherschutz im Versicherungswesen durch Information der Versicherten*, Karlsruhe 1992.
- MUNDHEIM, ROBERT H. *Professional Responsibilities of broker-dealers: The Suitability Doctrine*, Duke L.J. 1965, S. 445.
- NEEB, HELMUT *Insurance Regulation in den Vereinigten Staaten von Amerika*, Karlsruhe 1987.
- NIEDERLEITHINGER, ERNST *Die EU-Vermittlerrichtlinie und ihre Umsetzung in das deutsche Recht*, ZfW 2004, S. 316.
- NGUYEN, MAY (Hrsg.) *Ethics for the Insurance Professional*, 2. Auflage, Chicago 1996.

## Literaturverzeichnis

- NIKOLAUS, MAX *Die Durchsetzung der Wohlverhaltens- und Organisationspflichten nach den §§ 31ff. WpHG*, Aachen 2003.
- NITSCHKE, JANINA *Maßstäbe für die Transparenz Allgemeiner Versicherungsbedingungen – unter Berücksichtigung des englischen Rechts*, Baden-Baden 2002.
- O.V. „*The Rule of Best Advice*“ - Hemmnis oder Chance? VW 1991, S. 1423.
- O'DONNELL, BARBARA A. *An Overview of Insurance Agent/Broker Liability: Claims by Policyholders, Insurers and Third Parties*, Mass.LR 1995, S. 135.
- O'NEAL, MICHAEL K. *Summary and Analysis of the Gramm-Leach-Bliley Act*, Sec Reg. LJ 2000, S. 95.
- O'NEILL, NICHOLAS *The Investment Services Directive*, in CRANSTON, *The single market and the law of banking*, 2. Auflage, London 1995, S. 189.
- OBERENDER, PETER (Hrsg.) *Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte im Umbruch*, Berlin 2001, zitiert: AUTOR in OBERENDER.
- OGUS, ANTHONY *Regulation – Legal Form and Economic Theory*, Oxford 1994.
- OKINA, KUNIO / SHIRAKAWA, MASAOKI / SHIRATSUKA, SHIGENORI *Financial Market Globalization: Present and Future*, Monetary and Economic Studies 1999, [www.imes.boj.or.jp/japanese/all99/me17-3-1.pdf](http://www.imes.boj.or.jp/japanese/all99/me17-3-1.pdf), S. 1.
- OUGHTON, DAVID / LOWRY, JOHN *Textbook on Consumer Law*, London 1997.
- PAGE, A. C./ FERGUSON, R. B. *Investor Protection*, London 1992.
- PAUL, STEPHAN *Alle Macht den Ausschüssen – EU-Finanzaufsicht auf dem Irrweg?* BB 2003, S. 1.
- PEARSON, PATRICK *The Regulation of Insurance Intermediaries in the International Market*, in HÜBNER, *Berufsregelung für Versicherungsvermittler in Deutschland*, Karlsruhe 1997, S. 73.
- PERRY, JAMES *FSA's Handbook: Conduct of Business*, in PERRY, *Financial Services and Markets Act 2000: A Practical Legal Guide*, London 2001, S. 255.
- PERRY, JAMES (Hrsg.) *Financial Services and Markets Act 2000: A Practical Legal Guide*, London 2001, zit.: AUTOR in PERRY.
- PESSIN, ALLAN H. *Securities Law Compliance - A Guide for Brokers, Dealers, and Investors*, Homewood 1990.
- PFEIFFER, FLORIAN *Der Schutz des (Klein-)Anlegers im Rahmen der Verhaltensregeln der §§ 31, 32 WpHG - Verbraucherschützende Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken*, München 1999.
- PFEIFFER, HERMANNUS *Regulierung von Investment- und Pensionsfonds im internationalen Vergleich*, Gutachten für die Enquete-Kommission des Deutschen Bundestages „Globalisierung der Weltwirtschaft“, Dezember 2000, zit.: PFEIFFER (INVESTMENTFONDS).
- PFEIFFER-RAPPORT *Commission de Déontologie Boursière: Déontologie boursière*, Rapport au ministre d'État, ministre de l'économie, des finances et du budget de la commission présidée par M. Didier Pfeiffer, Paris 1990.

## Literaturverzeichnis

- PFÜLLER, MARKUS /  
WAGNER, EIKE *Vom Interessenkonflikt zum Normenkonflikt – Überregulierung der Wertpapieranalyse?* WM 2004, S. 253.
- POSER, NORMAN S. *Broker-Dealer Law and Regulation - Private Rights of Action*, Boston 1995.
- PREGESBAUER, ANDREAS *Österreichischer Finanz- und Kapitalmarkt in der EU*, Österreichisches Bundesministerium der Finanzen, Working Paper 7/2000  
[http://www.bmf.gv.at/service/publikationen/download/workingpapers/wp\\_7\\_2000.pdf](http://www.bmf.gv.at/service/publikationen/download/workingpapers/wp_7_2000.pdf)
- PREUTE, THOMAS *Interessengerechte Anlageberatung: Dogmatik, Ökonomische Analyse und Rechtsvergleich*, Frankfurt am Main 2000.
- PRITCHARD, JULIAN *Investor Protection Sacrificed: The New Settlement and s 62, Co.Law*. 1992, S. 171, 210.
- PRÖLSS/MARTIN *Versicherungsvertragsgesetz - Kommentar*, München 1998, zit.: AUTOR in PRÖLSS/MARTIN.
- PULVERICH, GERD *Kommt eine EU-Richtlinie für Versicherungsvermittlung?* Vers.Verm. 2001, S. 117.
- RAESCHKE-KESSLER,  
HILMAR *Grenzen der Dokumentationspflicht nach § 31 Abs. 2 Nr. 1 WpHG*, WM 1996, S. 1764.
- RAPP, ROBERT N. *Rethinking Risky Investments for that Little Old Lady: A Realistic Role for Modern Portfolio Theory in Assessing Suitability Obligations for Stockbrokers*, Ohio N.U.L.Rev. 1998, S. 189.
- REHBERG, MARKUS *Der Versicherungsabschluss als Informationsproblem – Die Gewährleistung freier Produktwahl in der Privatversicherung*, Baden-Baden 2003.
- REHER, TIM/  
SCHÖNER, MARKUS *Gesetzgebungskompetenzen der Gemeinschaft nach dem Urteil des EuGH zur Einlagensicherungsrichtlinie*, EWS 1997, S. 366.
- REHM, HANNES/  
SIMMERT, DIETHARD B. *Allfinanz – Befund, Probleme, Perspektiven*, in KRÜMMEL, *Allfinanz – Strukturwandel an den Märkten für Finanzdienstleistungen*, Berlin, 1991, S. 9.
- REICH, NORBERT *Europäisches Verbraucherrecht: Eine problemorientierte Einführung in das europäische Wirtschaftsrecht*, 3. Aufl., Baden-Baden 1996.
- REICH, NORBERT *Informations-, Aufklärungs- und Warnpflichten beim Anlagengeschäft unter besonderer Berücksichtigung des „execution-only-business“ (EOB)*, WM 1997, S. 1601.
- REICH, NORBERT *Mindestharmonisierung im Verbraucherschutzrecht – Stellungnahme*, in EVERLING/ROTH, *Mindestharmonisierung im Europäischen Binnenmarkt*, Baden-Baden 1997, S. 175.
- REICHERT-FACILIDES,  
FRITZ *Informations- und Beratungspflichten des Versicherers: Privat- oder aufsichtsrechtliche Zuordnung?* VW 1994, S. 561.
- REIFF, PETER *Die Umsetzung der Versicherungsvermittlerrichtlinie in das deutsche Recht*, VersR 2004, S. 142.
- REIFF, PETER *Der Versicherungsvermittler in der VVG-Reformdiskussion*, ZfW 2003, S. 689.

## Literaturverzeichnis

- REIFNER, UDO *Finanzdienstleistungen und Verbraucherschutz in der Europäischen Harmonisierung*, in GRUNDMANN, *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts: Gesellschafts-, Arbeits- und Schuldvertragsrecht*, Tübingen 2000, S. 577.
- REKAITI, PAMARIA /  
VAN DEN BERGH, ROGER *Cooling-off Periods in the Consumer Laws of the Member States. A Comparative Law and Economics Approach*, Journal of Consumer Policy 2000, S. 371.
- REMIEN, OLIVER *Mindestharmonisierung im Verbraucherschutzrecht - Stellungnahme*, in EVERLING/ROTH, *Mindestharmonisierung im Europäischen Binnenmarkt*, Baden-Baden 1997, S. 181.
- RICHRATH, JOCHEN *Aufklärungs- und Beratungspflichten – Grundlagen und Grenzen*, WM 2004, S. 653.
- RIDER, BARRY A. K. *Conflicts of Interest: An English Problem?* in FERRARINI, *European Securities Markets - The Investment Services Directive and Beyond*, London 1998, S. 149.
- RÖMER, WOLFGANG *Die Informationspflichten der Versicherer - unter besonderer Berücksichtigung der Krankenversicherung*, Karlsruhe 1998.
- RÖMER, WOLFGANG *Informationspflichten in der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs*, in BASEDOW, *Anleger- und objektgerechte Beratung, Private Krankenversicherung, Ein Ombudsmann für die Versicherungen*, Baden-Baden 1999, S. 23.
- RÖMER, WOLFGANG *Zu den Informationspflichten der Versicherer und ihrer Vermittler*, VersR 1998, S. 1313.
- ROOT, STUART D. *Suitability - The Sophisticated Investor - And Modern Portfolio Management*, Col.Bus.LR 1991, S. 287.
- RÖSSNER, MICHAEL-CHRISTIAN/  
ARENDTS, MARTIN *Die Haftung wegen Kontoplünderung durch Spesenschinderei (Churning)*, WM 1996, S. 1517.
- ROST, STEPHAN *Informationspflichten von Wertpapierdienstleistern ohne Beratungsangebot (Discount-Broker) gegenüber Privatkunden: unter besonderer Berücksichtigung des § 31 Abs. 2 Nr. 2 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)*, Berlin 2001.
- ROYLA, PASCAL *Grenzüberschreitende Finanzmarktaufsicht in der EG*, Berlin 2000.
- RUSS, LEE R./  
SEGALLA, THOMAS F. *Couch on Insurance 3rd*, Loseblatt, New York 1995.
- RYAN, ANTONY M. *Financial Services Act / Best Advice / Grundlagen - Erfahrungen - Entwicklungen*, in GRIESS, *The Rule of Best Advice - Hemmnis oder Chance für einen Versicherungsmaklermarkt in Deutschland?* Hamburg 1991, S. 17.
- RYDER, NICHOLAS *Financial Services and Markets Act 2000*, BLR 2000, S. 253.
- SAH, MONICA /  
CAMERON, GORDON *Controlling the Quality of Financial Advice: The Use of Regulatory Form to Satisfy Fiduciary Obligations*, J.B.L. 1997, S. 143.
- SÁNCHEZ, ANÍBAL *Conflicts of Interest: The Spanish Experience*, in FERRARINI, *European Securities Markets - The Investment Services Directive and Beyond*, London 1998, S. 165.

## Literaturverzeichnis

- SARKER, RINITA *Reform of the Financial Regulatory System*, Co.Law. 1998, S. 11.
- SCHÄFER, FRANK / MÜLLER, JÖRG *Haftung für fehlerhafte Wertpapierdienstleistungen*, Köln 1999.
- SCHÄFER, FRANK A. *Materielle Aspekte der EG-Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen*, AG 1993, S. 389.
- SCHÄFER, HANS-BERND / OTT, CLAUS *Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts*, 4. Auflage, Berlin 2004.
- SCHEDLBAUER, THOMAS *Aufsicht von Lebensversicherungsprodukten und Versicherungsvermittlern in ausgewählten europäischen Ländern*, München 1995.
- SCHERPE, JENS M. *Der deutsche Versicherungsombudsmann*, NVersZ 2002, S. 97.
- SCHLÖBER, DANIEL *Verhaltenspflichten von Wertpapieranalysten nach der Bekanntmachung der BaFin zu § 34b WpHG*, BKR 2003, S. 404.
- SCHMIDT, JÜRGEN F. *Die Deregulierung der Versicherungsaufsicht und die Versicherungsvermittlung in Deutschland*, Berlin 2003.
- SCHMITZ, HORST *Beratungsfehler und ihre Folgen – Ein Bericht aus der Praxis*, in BASEDOW, Anleger- und objektgerechte Beratung, Private Krankenversicherung, Ein Ombudsmann für die Versicherungen, Baden-Baden 1999, S. 13.
- SCHNEIDER, UWE H. *Cross-border Compliance: Organisational Duties Imposed on National and International Investment Firms*, in FERRARINI, *European Securities Markets - The Investment Services Directive and Beyond*, London 1998, S. 73.
- SCHNEIDER, UWE H. *Internationales Kapitalmarktrecht – Regelungsprobleme, Methoden, Aufgaben*, AG 2001, S. 269.
- SCHNEIDER, UWE H. *Refuge de l'Aiguille du Gouter der Rechtsangleichung oder ein juristischer Erbkönig?* in EVERLING/ROTH, *Mindestharmonisierung im Europäischen Binnenmarkt*, Baden-Baden 1997, S. 141.
- SCHNEIDER, UWE H./TROBERG, PETER *Finanzdienstleistungen im EG-Binnenmarkt: Sitzland- oder Gastlandrecht?* WM 1990, S. 165.
- SCHNYDER, ANTON K./HEISS, HELMUT/RUDISCH, BERNHARD (Hrsg.) *Internationales Verbraucherschutzrecht: Erfahrungen und Entwicklungen in Deutschland, Liechtenstein, Österreich und der Schweiz*, Tübingen 1995, zit.: AUTOR in SCHNYDER.
- SCHOLTENS, LAMBERTUS J. R. *On the Foundations of Financial Intermediation: A Review of the Literature*, KuK 1993, S. 112.
- SCHÖN, MICHAEL *Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach dem Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz - Auswirkungen auf die Anlageberatung der Kreditinstitute*, Hamburg 1998.
- SCHULTE-FROHLINDE, MARK-OLAF *Art. 11 Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und seine Umsetzung durch das Wertpapierhandelsgesetz*, München 1999.
- SCHÜNEMANN, WOLFGANG *Rechtsnatur und Pflichtenstruktur des Versicherungsvertrages*, JZ 1995, S. 430.



## Literaturverzeichnis

- SCHWARK, EBERHARD *Die Verhaltensnormen der §§ 31 ff WpHG*, in BANKRECHTSTAG 1995, *Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung*, Berlin et al. 1996, S. 109.
- SCHWARK, EBERHARD *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, München 2004, zit.: SCHWARK KMRK-WpHG.
- SCHWENNICKÉ, ANDREAS *Die Dokumentation der Erfüllung von Verhaltenspflichten nach § 31 Abs. 2 WpHG durch die Bank*, WM 1998, S. 1101.
- SCHWINTOWSKI, HANS - PETER (Hrsg.) *Deregulierung, Private Krankenversicherung, Kfz-Haftpflichtversicherung, Baden-Baden 1994*, zit.: AUTOR in SCHWINTOWSKI (DEREGULIERUNG).
- SCHWINTOWSKI, HANS-PETER *Anleger- und objektgerechte Beratung in der Lebensversicherung*, VuR 1997, S. 83.
- SCHWINTOWSKI, HANS-PETER *Aufklärung und Beratung im Privatversicherungsrecht – die Entwicklung eines Dreistufenmodells*, VuR 2001, S. 288.
- SCHWINTOWSKI, HANS-PETER *Aufklärungs- und Informationspflichten des Versicherers*, in BECKMANN/MATUSCHE-BECKMANN, *Versicherungsrechts-Handbuch*, München 2004.
- SCHWINTOWSKI, HANS-PETER *Die Rechtsnatur des Versicherungsvertrages*, JZ 1996, S. 702.
- SCHWINTOWSKI, HANS-PETER *Rechtsnatur und ökonomische Funktionen des Versicherungsvertrages*, in BASEDOW, *Erneuerung des Versicherungsvertragsgesetzes, Versichertenschutz in den USA, Rechnungslegung von Versicherungsunternehmen*, Baden-Baden 1997, S. 27.
- SCHWINTOWSKI, HANS-PETER/  
SCHÄFER, FRANK A. *Bankrecht: Commercial Banking – Investment Banking*, 2. Auflage, Köln et al. 2004.
- SEGRÉ-BERICHT *Der Aufbau eines europäischen Kapitalmarktes*, Brüssel 1966.
- SEITZ, JOCHEN *Die Regulierung von Wertpapierhandelssystemen in der EU*, AG 2004, S. 497.
- SIEGER, JÜRGEN *Die Rechtsstellung des englischen Versicherungsmaklers (insurance broker)*, Karlsruhe 1983.
- SILLER, CHRISTIAN *Rechtsfragen des Discount-Broking*, Köln 1999.
- SIVON, JAMES C. *The Insurance Provisions of the Gramm-Leach-Bliley Act*, BJIBFL 2000, S. 136.
- SPEIDEL, C. EDWARD *The Relationship between Insurance Agent and Insured Establishes the Agent's Duty to Advise*, IJIL 1999, S. 261.
- STATSKONTORET *Financial Supervision in Seven European Countries*, Stockholm 1995.
- STAUD, RAINER  
CHRISTIAN *Die Bedeutung der Dokumentationspflichten bei Wertpapiergeschäften*, Regensburg 1999.
- STEIL, BENN *Introduction: Effective Public Policy in a World of Footloose Finance*, in STEIL, *International financial market regulation*, Chichester 1994, S. 1.
- STEIL, BENN (Hrsg.) *International financial market regulation*, Chichester 1994, zit.: AUTOR in STEIL.

## Literaturverzeichnis

- STEPHAN, THOMAS *Sicherstellung der Wohlverhaltensregeln bei grenzüberschreitendem Bezug*, München 2001.
- STIGLER, GEORGE *The citizen and the state*, Chicago 1976.
- STÖTERAU, MARKUS *Informationspflichten beim Wertpapierhandel nach § 31 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 WpHG*, Frankfurt/Main 2003.
- STRACKE, GUIDO/  
GEITNER, DIRK *Finanzdienstleistungen: Handbuch über den Markt und die Anbieter*, Heidelberg 1992.
- STREINZ, RUDOLF /  
LEIBLE, STEFAN *10 % Eiskrem mehr für alle! – Anmerkungen zum Urteil des EuGH vom 6. Juli 1995 – Mars*, ZIP 1995, S. 1236.
- SULGER, TODD A. *Harmonization of Securities Markets – Regulation in the European Union: Is the Price Tag too high?* California Western International Law Journal 1998, S. 221.
- TAPIA HERMIDA,  
ALBERTO J. *Las normas de protección de la clientela del mercado de valores*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil 1996, S. 562.
- TASCHNER, HANS  
CLAUDIUS *Mindestharmonisierung im Verbraucherschutzrecht*, in EVERLING/ROTH, *Mindestharmonisierung im Europäischen Binnenmarkt*, Baden-Baden 1997, S. 159.
- TAUPITZ, JOCHEN *Die Rolle der Versicherungsvertreter, Versicherungsmakler und Versicherungsberater unter Wettbewerbsbedingungen*, in BASEDOW, *Lebensversicherung, Internationale Versicherungsverträge und Verbraucherschutz, Versicherungsvertrieb*, Baden-Baden 1996, S. 105.
- TAUPITZ, JOCHEN *Macht und Ohnmacht der Verbraucher auf dem dekontrollierten Europäischen Versicherungsmarkt*, VersR 1995, S. 1125.
- THÉVENOZ, LUC (Hrsg.) *Journée 1995 de droit bancaire et financier*, Bern 1996.
- THORBURN, WILSON *Enforcement*, in PERRY, *Financial Services and Markets Act 2000: A Practical Legal Guide*, London 2001, S. 319.
- THORKILDSEN, TARJEI *Conduct of Business Rules: what we have and what we can expect*, Co.Law. 1995, S. 300.
- THORKILDSEN, TARJEI *Power to draw up Conduct of Business Rules after the Investment Services Directive*, Co.Law. 1995, S. 102.
- THYGESEN, NIELS *Is there a Case for European Financial Services Regulator?* Briefing paper for Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, August 2001,  
<http://www.europarl.eu.int/comparl/econ/pdf/emu/speeches/20010912/thygesen.pdf>.
- TIEDJE, JÜRGEN *An Overview of the Financial Services Action Plan*, Vortrag, London 28. Mai 2003.
- TIPPACH, STEFAN U. *Das Insider-Handelsverbot und die besonderen Rechtspflichten der Banken*, Köln 1995.
- TISON, MICHEL *Conduct of Business Rules and their Implementation in the EU Member States*, Financial Law Institute, Universiteit Gent, Working Paper Series, WP 2000-14, zit.: TISON (CONDUCT).

## Literaturverzeichnis

- TISON, MICHEL *The Investment Services Directive and its Implementation in the Member States*, Financial Law Institute, Universiteit Gent, WP 1999-17, <http://www.law.ugent.be/fli/WP/WP1999-pdf/wp1999-17.pdf>; zit.: TISON (ISD)
- TISON, MICHEL *Unravelling the General Good Exception. The Case of Financial Services*, Financial Law Institute, Universiteit Gent, WP 2000-03, [http://www.law.ugent.be/fli/WP/WP2000-pdf/wp2000-03\\*.pdf](http://www.law.ugent.be/fli/WP/WP2000-pdf/wp2000-03*.pdf); zit.: TISON (UNRAVELLING)
- TOSSENS, JEAN-FRANÇOIS (Hrsg.) *La réforme des marchés et des intermédiaires financiers*, Brüssel 1997 ; zit.: AUTOR in TOSSENS.
- TOUBE, DAVID *Background to U.K. Regulation*, in PERRY, *Financial Services and Markets Act 2000: A Practical Legal Guide*, London 2001, S. 1.
- TOUBE, DAVID *Introduction to the FSMA and the Financial Services Authority*, in PERRY, *Financial Services and Markets Act 2000: A Practical Legal Guide*, London 2001, S. 9.
- TOUBE, DAVID  
CHAVDA, JAY *Rules, Competition and Polarisation*, in PERRY, *Financial Services and Markets Act 2000: A Practical Legal Guide*, London 2001, S. 229.
- TRAUB, WOLFGANG *Marktfunktion und Dienstleistung des Versicherungsmaklers auf der Grundlage informationsökonomischer Ergebnisse*, Hamburg 1994.
- TRAUB, WOLFGANG *Marktfunktion und Dienstleistung des Versicherungsmaklers*, ZVersW 1994, S. 369.
- TROBERG, PETER *Mindestharmonisierung im Bankrecht - Stellungnahme*, in EVERLING/ROTH, *Mindestharmonisierung im Europäischen Binnenmarkt*, Baden-Baden 1997, S. 147.
- TURING, DERMOT/  
CRAMB, LIZ *The Financial Services and Markets Act 2000*, BJIBFL 2000, 443.
- VON DER GROEBEN,  
HANS /  
SCHWARZE, JÜRGEN  
(Hrsg.) *Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union und zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft*, 6. Auflage, Baden-Baden, 2004.
- UNDERHILL, DOMINIC  
SPENSER *The English Courts and ADR – Policy and Practice since April 1999*, EBLR 2003, S. 259.
- VON KOPP-COLOMB,  
WOLF *Die neuen Regelungen zur Wertpapieranalyse in Deutschland*, WM 2003, S. 609.
- VON THADDEN, ERNST-  
LUDWIG *The single financial market: an assessment and outlook for the future*, 29th Economics Conference, Österreichische Nationalbank, Mai 2001, [www.finirs.org/papers/0122.html](http://www.finirs.org/papers/0122.html).
- WALKER, DAVID *The development of principles and conduct of business rules for financial services in the UK*, Revue de la Banque 1990, S. 371.
- WATSON, JAMES W. *International Co-operation in the Field of Financial Regulatory Enforcement*, BJIBFL 2000, S. 13, 153, 187.
- WATTER, ROLF *Die Regulierung der Effekthändler (und der Banken) im BEHG*, in ZOBL, *Aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechts*, Zürich 1996, S. 67.

## Literaturverzeichnis

- WEIMANN, STEPHAN *Interessenkonflikte im Bereich der Wohlverhaltenspflichten nach WpHG*, Potsdam 2002.
- WEIN, THOMAS *Consumer Information Problems – Causes and Consequences*, in GRUNDMANN (PARTY AUTONOMY), S. 80.
- WEINBERGER, ALAN M. *Let the Buyer Be Well Informed – Doubting the Demise of Caveat Emptor*, Md.L.Rev. 1996, S. 387.
- WELSER, RUDOLF *Rechtsgrundlagen des Anlegerschutzes*, ecolex 1995, S. 79.
- WENTLANDT, ALBERT *Die strategische Positionierung von Finanzdienstleistungsunternehmen*, Frankfurt a.M. 1993
- WERBER, MANFRED „Best Advice“ und die Sachwalterhaftung des Versicherungsmaklers, VersR 1992, S. 917.
- WERBER, MANFRED *Alte und neue Informationspflichten des Versicherers und des Vermittlers*, ZVersW 1994, S. 321.
- WERBER, MANFRED *Status und Pflichten der Versicherungsvermittler, insbesondere des Versicherungsmaklers, vor dem Hintergrund der Reformarbeiten*, ZfW 2004, S. 419.
- WERLEN, THOMAS *Schweizerisches Kapitalmarktrecht als Anlegerschutzrecht?* SZW 1995, S. 270.
- WHITE, JOHN *Regulation of Securities and Futures Dealing*, London 1992.
- WIEGAND, WOLFGANG (Hrsg.) *Die Banken im Spannungsfeld zwischen öffentlichem Recht und Privatrecht*, Berner Bankrechtstag 1999, Bern 1999, zit.: AUTOR in WIEGAND.
- WIEGAND, WOLFGANG / BERGER, BERNHARD *Zur rechtssystematischen Einordnung von Art. 11 BEHG*, ZBJV 1999, S. 713.
- WIEGAND, WOLFGANG / WICHTERMANN, JÜRG *Der Einfluss des Privatrechts auf das öffentliche Bankrecht*, in WIEGAND, *Die Banken im Spannungsfeld zwischen öffentlichem Recht und Privatrecht*, Berner Bankrechtstag 1999, Bern 1999, S. 119.
- WIESNER, HELENA *Savings and Investment Consumer Issues*, OFT Occasional Paper 1992.
- WILLETT, CHRIS/ HIRD, NORMA *Consumer Protection in Insurance Contracts*, in CARTWRIGHT, *Consumer Protection in Financial Services*, London 1999, S. 217.
- WOLF, MARTIN *Pflichtenstandards bei der Kapitalanlagevermittlung durch den Versicherungsvertrieb*, NVersZ 2001, S. 392.
- WOOD, GEOFFREY E. *Too much regulation?* JFRC 2001, S. 350.
- WOOD, PHILIP R. *Financial Conglomerates and Conflicts of Interest*, in GOODE, *Conflicts of Interest in the Changing Financial World*, London 1986, S. 59.
- WOOLFSON, PHILIP *Implementation of the Investment Services Directive in France*, JIBL 1997, S. 24.
- WOUTERS, JAN *Rules of Conduct, foreign investment firms and the ECJ's case-law on services*, Co.Law. 1993, S. 194.
- WRIGHT, JONATHAN *The New Code of Conduct for Brokers*, Int. ILR 1995, S. 100.

## Literaturverzeichnis

- WYMEERSCH, EDDY *Further Perspectives in Financial Integration in Europe*, 1994, zit. AUTOR in WYMEERSCH (INTEGRATION).
- WYMEERSCH, EDDY *Les règles de conduite relatives aux opérations sur instruments financiers*, Revue de la Banque 1995, S. 574.
- WYMEERSCH, EDDY *Revision of the ISD*, Financial Law Institute, Universiteit Gent, Working Paper Series, WP 2002-11, August 2002.
- WYMEERSCH, EDDY *The Implementation of the ISD and CAD in National Legal Systems*, in FERRARINI, *European Securities Markets - The Investment Services Directive and Beyond*, London 1998, S. 3.
- ZOBL, DIETER *Aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechts*, Zürich 1996, zit.: AUTOR in ZOBL.
- ZUFFEREY, JEAN-BAPTISTE *La réglementation des systèmes sur les marchés financiers secondaires: contribution dogmatique et comparative à l'élaboration d'un droit suisse des marchés financiers*, Freiburg/Schweiz 1994
- ZUFFEREY, JEAN-BAPTISTE (Vors.) *Finanzmarktregulierung und -aufsicht in der Schweiz (Banken, Versicherungen, Allfinanz und Finanzkonglomerate, andere Finanzdienstleistungen)*, Expertengruppe Finanzmarktaufsicht, Schlussbericht, Bern, November 2000 (zit.: ZUFFEREY-BERICHT)
- ZULAUF, URS *Les règles de conduite des négociants dans la nouvelle loi suisse sur les bourses – de vieilles recettes mises au goût du jour?* in THEVENOZ, *Journée 1995 de droit bancaire et financier*, Bern 1996, S. 25.
- ZUNZUNEGUI, FERNANDO *Derecho del Mercado Financiero*, 2. Auflage, Madrid 2000.

# WEBOGRAPHIE

Fundstellen ausgewählter, für die Untersuchung relevanter internationaler und ausländischer Rechtsquellen im Internet<sup>1</sup>

CESR: A European Regime of Investor Protection – The Harmonisation of Conduct of Business Rules, April 2002	<a href="http://www.cesr-eu.org/document_details.php?id=173">http://www.cesr-eu.org/document_details.php?id=173</a>
CESR: A European Regime of Investor Protection – The Professional and the Counterparty Regimes, Juli 2002	<a href="http://www.cesr-eu.org/document_details.php?id=172">http://www.cesr-eu.org/document_details.php?id=172</a>
CESR: Categorisation of investors for the purpose of conduct of business rules, March 2000	<a href="http://www.cesr-eu.org/document_details.php?id=178">http://www.cesr-eu.org/document_details.php?id=178</a>
IAIS: Principles for the Conduct of Insurance Business, Dezember 1999; zit.: IAIS-Resolution	<a href="http://www.iaisweb.org/02conduct.pdf">http://www.iaisweb.org/02conduct.pdf</a>
IOSCO: Resolution on Conduct of Business Rules, November 1990, zit.: IOSCO-Resolution.	<a href="http://www.iosco.org/resolutions/pdf/IOSCORES4.pdf">http://www.iosco.org/resolutions/pdf/IOSCORES4.pdf</a>
UK: FSA Handbook	<a href="http://www.fsa.gov.uk/vhb/">http://www.fsa.gov.uk/vhb/</a>
USA: NASD Manual.	<a href="http://cchwallstreet.com/NASD/">http://cchwallstreet.com/NASD/</a>
USA: NFA Manual	<a href="http://www.nfa.futures.org/nfaManual/entireManual.asp">http://www.nfa.futures.org/nfaManual/entireManual.asp</a>
USA: Securities Exchange Act	<a href="http://www.sec.gov/divisions/corpfin/34act/index1934.shtml">http://www.sec.gov/divisions/corpfin/34act/index1934.shtml</a>
USA: General Rules and Regulations promulgated under the Securities Exchange Act of 1934	<a href="http://www.law.uc.edu/CCL/34ActRls/index.html">http://www.law.uc.edu/CCL/34ActRls/index.html</a> (keine offizielle Webseite der SEC)
USA: Gramm-Leach-Bliley Act	<a href="http://www.senate.gov/~banking/conf/confirpt.htm">http://www.senate.gov/~banking/conf/confirpt.htm</a>
USA: SEA Release 34-44992	<a href="http://www.sec.gov/rules/final/34-44992.htm">http://www.sec.gov/rules/final/34-44992.htm</a>

---

<sup>1</sup> Nationalen ausländischen Rechtsquellen ist das Land vorangestellt, bei Rechtsquellen internationaler Organisationen wird lediglich die Organisation benannt.

## ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

a.A.	anderer Ansicht
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
abgedr.	abgedruckt
ABI	Association of British Insurers
ABl. EG/EU	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften/Union
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AG	Die Aktiengesellschaft
allg. M.	allgemeine Meinung
ALR	American Law Reports
ATS	Alternative Trading Systems – Alternative Handelssysteme
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BAV	Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BB	Betriebsberater
BEHG	(Schweizerisches) Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
BEUC	Bureau Européen des Unions de Consommateurs
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BIPAR	Bureau International des Producteurs d'Assurances et de Réassurances
BJIBFL	Butterworth's Journal of International Banking and Financial Law
BK	Berliner Kommentar zum Versicherungsvertragsgesetz
BKR	Bank- und Kapitalmarktrecht
BLR	Business Law Review
Bus.Law.	The Business Lawyer
BVI	Bundesverband Deutscher Investment- und Vermögensverwaltungsgesellschaften
BVK	Bundesverband Deutscher Versicherungskaufleute
C.F.R.	Code of Federal Regulations
CEA	Comité Européen des Assurances
CEPS	Centre for European Policy Studies
CESR	The Committee of European Securities Regulators
CFTC	Commodities Futures Trading Commission

CJEL	Columbia Journal of European Law
CJTL	Columbia Journal of Transnational Law
CMLR	Common Market Law Review
Co.Law.	The Company Lawyer
COB	Conduct of Business
Col.Bus.LR	Columbia Business Law Review
DB	Der Betrieb
dens.	denselben
ders.	derselbe
dies.	dieselbe(n)
DISP	Dispute Resolution
Diss.	Dissertation
Dr.	Drucksache; Doktor
DTI	Department of Trade and Industry
Duke L.J.	Duke Law Journal
EBK	Eidgenössische Bankenkommision
EBLJ	European Business Law Journal
ECOFIN	Rat der Europäischen Gemeinschaften für Wirtschafts- und Finanzfragen
EFSL	European Financial Services Law
EG	Europäische Gemeinschaft
EGV	Vertrag über die Gründung der Europäischen Gemeinschaften
Einl.	Einleitung
ELJ	European Law Journal
endg.	endgültig
ENF	Enforcement
ESC	European Securities Committee
et al.	et aliter / et alii
et s. / et seq.	et suivante / et sequens
EU	Europäische Union
EuR	Europarecht
EUV	Vertrag über die Gründung der Europäischen Union
EWiR	Entscheidungen zum europäischen Wirtschaftsrecht
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
f., ff.	folgende
FAQs	Frequently Asked Questions
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FDAG	Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht
FDFA-RL	Richtlinie über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen



## Abkürzungsverzeichnis

FEFSI	Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement
FESCO	Forum of European Securities Commissions
FIMBRA	Financial Intermediaries, Managers and Brokers Regulatory Association
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
Fla.L.Rev.	Florida Law Review
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
FSAct	Financial Services Act 1986
FSAP	Financial Services Action Plan
FSMA	Financial Services and Markets Act 2000
FTD	Financial Times Deutschland
G-10	Group of Ten
Geo.Wash.L.Rev.	The George Washington Law Review
GISC	General Insurance Standards Council
GLBA	Gramm-Leach-Bliley Act
grds.	grundsätzlich
h.M.	herrschende Meinung
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
HdV	Handwörterbuch der Versicherung
hg.	herausgegeben
Hrsg.	Herausgeber
i.d.F.	in der Fassung
i.V.m.	in Verbindung mit
IAA	Investment Advisers Act
IAIS	International Association of Insurance Supervisors
ib. / ibid.	ibidem
IBRA	Insurance Brokers' Registration Act 1977
IBRC	Insurance Brokers' Registration Council
ICA	Insurance Companies Act 1982
ICCLJ	International and Comparative Corporate Law Journal
IFA	independent financial adviser
IJIL	International Journal of Insurance Law
IMD	Insurance Mediation Directive – Richtlinie über Versicherungsvermittlung
IMRO	Investment Management Regulatory Organisation
Int.ILR	International Insurance Law Review
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions
ISD	Investment Services Directive – Wertpapierdienstleistungsrichtlinie

ISD2	Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente 2004/39/EG (Neue Wertpapierdienstleistungsrichtlinie)
J.B.L.	Journal of Business Law
J.Fin.	Journal of Finance
J.O.	Journal Officiel
JFRC	Journal of Financial Regulation and Compliance
JIBL	Journal of International Banking Law
JIFM	Journal of International Financial Markets: Law and Regulation
JZ	Juristenzeitung
KOM	Dokument der Kommission der Europäischen Union
KuK	Kredit und Kapital
LAUTRO	Life Assurance and Unit Trust Regulatory Organisation
lit.	littera
Loy.U.Chi.L.J.	Loyola University Chicago Law Journal
m. Anm. v.	mit Anmerkung von
Mass.LR	Massachusetts Law Review
Md.L.Rev.	Maryland Law Review
NASD	National Association of Securities Dealers
NFA	National Futures Association
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
Nw.	Nachweis
NZZ	Neue Zürcher Zeitung
o.ä.	oder ähnliche(s)
ÖBA	(Österreichisches) Bankarchiv
OFT	Office of Fair Trading
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
Ohio N.U.L.Rev.	Ohio Northern University Law Review
OJ EC	Official Journal of the European Communities
OTC	Over the Counter Trading
PIA	Personal Investment Authority
PRIN	Principles for Business
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RAO	FSMA 2000 (Regulated Activities) Order 2001, SI 2001/544
RAR	FSMA 2000 (Rights of Action) Regulations, SI 2001/2256
RDAI	Revue de Droit des Affaires Internationales
RDBB	Revue de Droit Bancaire et de la Bourse
RDBF	Revue de Droit Bancaire et Financier
RGDA	Revue Générale de Droit des Assurances

## Abkürzungsverzeichnis

RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
RPB	Recognised Professional Body
Rs.	Rechtssache
Rspr.	Rechtsprechung
RTD com.	Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique
Rz.	Randziffer
S.	Seite
s.	siehe
SBVg	Schweizerische Bankiervereinigung
sc.	scilicet
SEC	Securities and Exchange Commission
Sec.	Section
Sec. Reg. LJ	Securities Regulation Law Journal
SI	Statutory Instrument
SIB	Securities and Investments Board
sog.	sogenannte(r)
SpStr.	Spiegelstrich
SRO	self-regulatory organisation
st.Rspr.	ständige Rechtsprechung
Stan.JLBF	Stanford Journal of Law, Business and Finance
str.	streitig
SZ	Süddeutsche Zeitung
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
u.a.	unter anderem; und andere(n)
UK	United Kingdom
Urt. v.	Urteil vom
VDVM	Verband Deutscher Versicherungsmakler
VersR	Versicherungsrecht
vgl.	vergleiche
VR	Versicherungsrundschau (Österreich)
VuR	Verbraucher und Recht
VW	Versicherungswirtschaft
WAG	(österreichisches) Wertpapieraufsichtsgesetz
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
WM	Wertpapiermitteilungen
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel

WuR	Wirtschaft und Recht
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZBJV	Zeitschrift des bernischen Juristenvereins
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung
ZfV	Zeitschrift für Versicherungswesen
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZSR	Zeitschrift für Schweizerisches Recht
ZVersW	Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft

# EINLEITUNG

## I. HINTERGRUND DER THEMENSTELLUNG

Eine der vielfältigen Entwicklungslinien des internationalen und europäischen Finanzdienstleistungsrechts der letzten Jahre ist die der Einführung von gesetzlich festgelegten Wohlverhaltensregeln, die Finanzdienstleistungsunternehmen im Umgang mit ihren Kunden einhalten müssen. Dabei ist eine Entwicklungsparallelität zwischen den gemeinhin getrennt betrachteten Bereichen Wertpapier- und Versicherungsgeschäft sowohl auf internationaler als auch auf europäischer Ebene zu verzeichnen.

Auf internationaler Bühne erscheinen die Wohlverhaltensregeln im Juli 1990, als die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (*International Organization of Securities Commissions* – IOSCO) eine Resolution mit dem Titel „*International Conduct of Business Principles*“ publizierte.<sup>2</sup>

1990

Die IOSCO, 1974 zur gemeinsamen Lösung von Problemfeldern im Bereich der Wertpapier- und Börsenaufsicht gegründet, versucht, den Herausforderungen der zunehmenden Globalisierung und internationalen Verknüpfung der Kapitalmärkte durch Kooperation der Wertpapieraufsichtsbehörden zu begegnen. Dabei sollen durch steten Informationsaustausch, die Angleichung allgemeiner Regulierungsstandards sowie gegenseitige Unterstützung bei Anwendung und Durchsetzung dieser Standards die Märkte gerecht, effizient und stabil gehalten werden.<sup>3</sup>

Die *IOSCO Conduct of Business Principles*<sup>4</sup> statuieren grundlegende Verhaltensprinzipien, die zum Schutz der Kundeninteressen und der Marktintegrität bei der Erbringung von Finanzdienstleistungen eingehalten werden sollen. Adressaten dieser Verhaltensgrundsätze sollen Finanzintermediäre (*financial intermediaries*) im Wertpapierbereich sein, d.h. alle Unternehmen sowie deren Angestellte und Vertreter, die mit Wertpapieren und Derivativinstrumenten wie Futures oder Optionen handeln bzw. über diese beraten.<sup>5</sup>

Als Begründung für die Notwendigkeit solcher Verhaltenspflichten führte der der Resolution vorangehende Bericht des Technischen Komitees der IOSCO neben der internationalen Finanzmarktintegration und der Institutionalisierung durch die wachsende Bedeutung großer

---

<sup>2</sup> Diese Resolution basierte auf den Vorarbeiten einer internationalen Arbeitsgruppe unter Vorsitz Pierre Fleuriots, des damaligen Vorsitzenden der französischen Wertpapieraufsichtsbehörde (*Commission des Opérations de Bourse* - COB).

<sup>3</sup> Zur allgemeinen Struktur von IOSCO siehe HARDING/SABALOT, BJIBFL 1992, S. 455ff.; SULGAR, California Western International Law Journal 1998, S. 221, 233ff.; WATSON, BJIBFL 2000, S. 153ff.

<sup>4</sup> Eigentlich „Geschäftsverhaltensprinzipien“ – in der deutschen Rechtspraxis hat sich hingegen der Begriff „(Wohl-)Verhaltensregeln“ oder „-pflichten“ etabliert, der auch hier verwendet werden soll.

<sup>5</sup> IOSCO Resolution III.: ... *principles apply to those firms and their employees and representatives which deal or advise in securities and all kinds of derivative instruments (futures, options, etc.)*; der IOSCO Technical Committee Report, Teil 1 III. Nr. 19 definiert präziser: ... *financial intermediaries (brokers, banks, portfolio managers, financial analysts, investment advisers ...)*; zur Definition von Finanzdienstleistungsunternehmen vgl. § 2 I. 1. Demnach beziehen sich die Verhaltensregeln nur auf das Verhältnis zwischen Finanzintermediären und ihren Kunden, d.h. um Rechtsbeziehungen auf dem Sekundärmarkt. Sie machen hingegen keine Aussage über die Behandlung von Beziehungen auf dem Primärmarkt zwischen Emittenten und Finanzintermediären bzw. Kunden.

## Einleitung

institutioneller Anleger auch die durch die Zunahme multifunktionaler Finanzdienstleistungsunternehmen gestiegene Gefahr von Interessenkonflikten an.<sup>6</sup> Des Weiteren sei für die Funktionsfähigkeit des Marktes die Bedeutung privater bzw. kleinerer Anleger weiterhin immens groß<sup>7</sup> und gerade diese könnten von den Verhaltensregeln profitieren.

Die Resolution zu den Wohlverhaltenspflichten<sup>8</sup> sah zwar vor, dass die Umsetzung für die Mitglieder – die jeweiligen nationalen Wertpapieraufsichtsbehörden – verpflichtend sein sollte. Die IOSCO verfügt allerdings nicht über Mechanismen, die die Erfüllung und Einhaltung solcher Verpflichtungen garantieren. In Anbetracht der divergierenden nationalen Aufsichtssysteme, Rechtsetzungsmöglichkeiten der Aufsichtsbehörden und der Vielzahl möglicher Umsetzungsformen<sup>9</sup> wurde weder eine Aussage darüber getroffen, in welcher Form und mit welcher Konkretisierung diese Verhaltensregeln in nationales Recht umgesetzt werden sollten, noch wie die Überwachung und Durchsetzung auf nationaler Ebene zu gestalten sei.<sup>10</sup>

1993

Im Gegensatz zu der manchmal schwachen nationalen Resonanz auf Beschlüsse internationaler Organisationen<sup>11</sup> wurde die Resolution zu den *Conduct of Business Principles* zumindest in der Europäischen Union (EU) zu einem durchschlagenden Erfolg: Waren derartige gesetzliche Verhaltensregeln dieser Art bis dahin lediglich in den USA, Großbritannien und – ansatzweise – in Belgien und Frankreich etabliert, fand der Inhalt der Resolution schon drei Jahre später 1993 durch die in weiten Zügen identische Übernahme in die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (*Investment Services Directive* – ISD)<sup>12</sup> der Europäischen Gemeinschaft (EG) und die darauffolgende Umsetzung Eingang in die nationalen Wertpapierregulierungssysteme. Die Umsetzung erfolgte durch Statuierung grundlegender oder ausführlicherer Pflichten in Gesetzes- bzw. Verordnungsform, die von den nationalen Aufsichtsbehörden zu überwachen sind. Dementsprechend sind Wohlverhaltensregeln mittlerweile im jeweiligen nationalen Wertpapieraufsichtsrecht fest verankert.

1999

Neun Jahre nach der IOSCO-Resolution, im Dezember 1999, veröffentlichte der Internationale Verband der Versicherungsaufsichtsbehörden (*International Association of*

---

<sup>6</sup> IOSCO *Technical Committee Report*, Juli 1990, Teil 1 I. Nr. 4, 7 und 9.

<sup>7</sup> Ibid., Teil 1 I. Nr. 7.

<sup>8</sup> Im Folgenden: IOSCO-Resolution.

<sup>9</sup> Ibid., Teil 1 IV. Nr. 24-25. Verhaltenspflichten können in den Rechtssystemen der Mitgliedstaaten demnach als Gesetze, Verordnungen, interne Regeln innerhalb von Unternehmen oder über eine Selbstregulierungsorganisation, ungeschriebene Gesetze und Gebräuche, Fallrecht bzw. Rechtsprechung verankert sein.

<sup>10</sup> Ibid., Teil 1 IV. Nr. 25-29.

<sup>11</sup> Problem des *soft law* im Internationalen Recht; WATSON, BJIBFL 2000, S. 153.

<sup>12</sup> Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen (im Folgenden: ISD) v. 10.05.1993 (93/22/EWG), ABl. EG L 141/27; nunmehr ersetzt durch die Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates (im Folgenden: ISD2) vom 21.04.2004 (2004/39/EG), ABl. EU L 145/1.

## Einleitung

*Insurance Supervisors*, IAIS)<sup>13</sup> ein Grundsatzdokument mit dem Titel „*Principles for the Conduct of Insurance Business*“.

Dieses Dokument<sup>14</sup> postuliert für das Versicherungsgeschäft wiederum allgemein gehaltene und mit denen der IOSCO in weiten Teilen identische Verhaltensgrundsätze hinsichtlich des Umgangs mit (potentiellen) vornehmlich privaten Versicherungsnehmern. Der IAIS hält die Verhaltensgrundsätze aufgrund der Komplexität von Versicherungsprodukten, die ohne relevante und verständliche Information kaum zu verstehen seien, für notwendig, um sicherzustellen, dass Versicherungsnehmer diese Informationen erhalten und auch in anderer Form nicht ungebührlich benachteiligt werden. Die Grundsätze richten sich an Versicherungen und Versicherungsvermittler gleichermaßen<sup>15</sup> und sollen alle Arten des Versicherungsgeschäfts abdecken.<sup>16</sup> Wiederum wurden hinsichtlich der Umsetzungsformen in den nationalen Regulierungssystemen keinerlei Vorgaben gemacht.<sup>17</sup>

2002

Drei Jahre später, im Jahre 2002, und mithin im selben zeitlichen Dreijahresabstand wie im Wertpapiergeschäft finden sich viele der im IAIS-Dokument geforderten Grundsätze in der EG-Richtlinie über Versicherungsvermittlung (*Insurance Mediation Directive – IMD*)<sup>18</sup> wieder, die unter anderem bestimmte Verhaltensanforderungen für Versicherungsvermittler im Umgang mit ihren Kunden aufstellt.

Die Resolutionen von IOSCO und IAIS ähneln sich in frappierender Weise, so dass die Frage durchaus angebracht ist, ob nicht der IAIS von der IOSCO „abgeschrieben“ hat.<sup>19</sup> Diese Gemeinsamkeiten sollen im Folgenden kurz dargestellt werden, bilden sie doch die Basis der anschließenden Untersuchung:

Beide Resolutionen formulieren zunächst als allgemeine Verhaltensgrundsätze, dass die angesprochenen Finanzdienstleistungsunternehmen ihren Geschäften mit Integrität und Sorgfalt nachzugehen haben.<sup>20</sup>

Diese grundsätzlich jedes Unternehmen im wirtschaftlichen Geschäftsverkehr treffenden allgemeinen Sorgfalts- und Lauterkeitspflichten werden allerdings ergänzt durch eine erheblich weiterreichende Verpflichtung, die das Rechtsverhältnis zwischen Finanzdienstleistern und ihren Kunden prägt und das Finanzdienstleistungsgeschäft von

---

<sup>13</sup> Der IAIS, 1994 als Pendant der IOSCO im Bereich der Versicherungsaufsicht gegründet, ist in den wenigen Jahren seiner Existenz zum wichtigsten Kooperationsgremium der Versicherungsaufsichtsbehörden mit über 110 Mitgliedern geworden.

<sup>14</sup> Im Folgenden: IAIS-Resolution.

<sup>15</sup> IAIS-Resolution, I. Nr. 8.

<sup>16</sup> IAIS-Resolution, I. Nr. 7.

<sup>17</sup> IAIS-Resolution, I. Nr. 6.

<sup>18</sup> Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates vom 09.12.2002 über Versicherungsvermittlung (2002/92 EG), ABl. Nr. L 9/3 v. 15.01.2003.

<sup>19</sup> Anhang I zeigt die Gemeinsamkeiten in tabellarischer Form auf. Auch im Rahmen der Nachforschungen ließ sich ein bloßes „Abkupfern“ hingegen nicht positiv belegen. Für eine solche Vermutung spricht aber, dass die IAIS-Resolution im Gegensatz zu der der IOSCO ohne größere eigene Vorarbeiten verabschiedet wurde. Überdies wurde vom IAIS-Sekretariat bestätigt, dass die in der Resolution angekündigten weiteren standardisierenden Arbeiten in dem Bereich (vgl. I. Nr. 6 der IAIS-Resolution) bisher noch nicht einmal begonnen worden sind. Eingedenk der intensiven Zusammenarbeit zwischen IAIS und IOSCO in anderen Bereichen deutet demnach vieles darauf hin, dass die IAIS-Resolution als weitgehende Imitation der IOSCO-Regeln anzusehen ist. Dies stellt allerdings ihren eigenständigen Wert für den Versicherungssektor nicht in Frage.

<sup>20</sup> IOSCO-Resolution Prinzipien 1 (*Honesty and Fairness*) und 2 (*Diligence*) – IAIS-Resolution Prinzipien 1 (*Integrity*) und 2 (*Skill, Care and Diligence*).

anderen Geschäften grundlegend unterscheidet: Im Falle von unterschiedlichen Interessenlagen zwischen Finanzdienstleister und Kunden sollen nämlich nicht – wie im normalen Geschäftsverkehr üblich – die eigenen Interessen des Finanzdienstleisters Priorität haben. Vielmehr sollen sie im Rahmen ihrer Geschäfte im besten Interesse ihrer Kunden handeln<sup>21</sup> bzw. ihre Interessen nicht in unfairer Weise gegenüber denen ihrer Kunden bevorzugen.<sup>22</sup>

Aus dieser allgemeinen Pflicht, die Interessen ihrer Kunden wahrzunehmen, entspringt die explizite Verpflichtung, Interessenkonflikte so weit wie möglich zu vermeiden<sup>23</sup> und, sollte dies unmöglich sein, diese durch Aufklärung des Kunden oder gar durch die Weigerung, das Geschäft einzugehen, zu entschärfen.<sup>24</sup>

Die Sorgfaltspflicht schlägt sich in der allgemeinen Organisationspflicht nieder, das Unternehmen mit Umsicht so zu strukturieren, dass die adäquate Durchführung der Geschäfte gewährleistet ist.<sup>25</sup>

Beide Resolutionen geben insbesondere Maßgaben hinsichtlich der erforderlichen Informationsleistungen beim Finanzdienstleistungsgeschäft vor. Dabei sind diese Maßgaben nicht auf die Weitergabe von (Produkt-)Informationen beschränkt,<sup>26</sup> sondern gehen darüber hinaus. Sie verpflichten den Finanzdienstleister nämlich auch zur Einholung von Informationen über den Kunden.<sup>27</sup> Ohne eine Beratungspflicht explizit zu statuieren, sind Erkundigungspflichten doch eindeutig darauf ausgerichtet, eine potentielle Beratung zu ermöglichen<sup>28</sup>, die sich an den Bedürfnissen des Kunden orientieren muss.<sup>29</sup>

Die so prompte Übernahme der internationalen Regeln von IOSCO und IAIS durch die Europäische Union überrascht nicht, da solche Regeln gerade für den angestrebten Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen in Europa dringend notwendig erscheinen. Die wirtschaftlichen Vorteile eines Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen sowohl für die Gesamtwirtschaft als auch für den einzelnen Verbraucher sind evident, wird doch die Auswahl für jeden einzelnen durch die Vielzahl der verschiedenen nationalen Produkte erheblich vergrößert, was die Wahrscheinlichkeit steigen lässt, dass die den Bedürfnissen jedes einzelnen am ehesten entsprechenden Produkte ausgewählt werden. Dennoch haben die diversen Maßnahmen zur Harmonisierung im Finanzdienstleistungsbereich immer noch so gut wie keine Veränderung des Konsumverhaltens bewirkt, das weiterhin im nationalen Rahmen verhaftet ist.<sup>30</sup>

Die fehlende bzw. unvollständige Harmonisierung der Verhaltensregeln für Finanzdienstleister mag dazu beigetragen haben: Im Bereich der Finanzdienstleistungen, der

---

<sup>21</sup> IOSCO-Resolution Prinzipien 1, 2 und 7 („... in the best interests of its customers ..“).

<sup>22</sup> IAIS-Resolution Erläuterung zu Prinzip 6 („... should not unfairly place its interests above those of its customers ..“), die noch deutlicher wird („... where a properly informed customer would reasonably expect that the service provider would place the customer's interests above its own, the service provider should live up to that expectation.“).

<sup>23</sup> IOSCO-Resolution Prinzip 6 (*Conflicts of Interest*) – IAIS-Resolution Prinzip 6 (*Conflicts of Interests*).

<sup>24</sup> IAIS-Resolution Erläuterung zu Prinzip 6 („... should ensure fair treatment to all its customers by disclosure, internal rules of confidentiality, declining to act ..“).

<sup>25</sup> Dazu IOSCO-Resolution Prinzip 3 (*Capabilities*) – IAIS-Resolution Prinzip 3 (*Prudence*) und 9 (*Management and Control*).

<sup>26</sup> IOSCO-Resolution Prinzip 5 (*Information for Customers*) – IAIS-Resolution Prinzip 4 (*Disclosure of Information to Customers*).

<sup>27</sup> IOSCO-Resolution Prinzip 4 (*Information about Customers*) – IAIS-Resolution Prinzip 5 (*Information about Customers*).

<sup>28</sup> IOSCO Resolution Erläuterung zu Prinzip 4 („... a necessary element in enabling the firm to fulfil any suitability requirements ..“) – IAIS-Resolution Prinzip 5 („... before giving advice ..“).

<sup>29</sup> IAIS Resolution Erläuterung zu Prinzip 5 („... to assess its insurance needs ..“).

<sup>30</sup> Dazu mehr § 1 I. 2.



## Einleitung

von einer überdurchschnittlich hohen Komplexität der Produkte geprägt ist, spielt die Kommunikation eine wesentliche Rolle. Des Weiteren ist der Vertrieb von Finanzdienstleistungen sehr sensibel, geht es doch um grundlegende finanzielle Interessen, denen adäquat entsprochen werden muss. Gerade vor dem Hintergrund der Mannigfaltigkeit der Finanzprodukte, die sich vielfach aufgrund von nationalen Besonderheiten entwickelt haben, müssen Vertrieb und Vermittlung dieser Produkte mit großer Sorgfalt und Fachkenntnis erfolgen.

Die Bürger werden Finanzdienstleistungen im innergemeinschaftlichen Ausland in größerem Ausmaß nur in Anspruch nehmen, wenn sie genügend Vertrauen in ausländische Anbieter und Produkte haben können. Die Einführung europaweit gleichförmiger grundlegender Vertriebsregeln könnte dazu beitragen, dieses Vertrauen entstehen zu lassen.

Diese Arbeit beschäftigt sich daher damit, die für Wertpapierdienstleister auf der einen und für Versicherungsvermittler bzw. Versicherungsunternehmen auf der anderen Seite geltenden (quasi-)gesetzlichen Verhaltensregeln zu untersuchen. Die stetig fortschreitende Verwässerung der Grenzen zwischen den einzelnen Finanzdienstleistungssektoren ist allseits zu beobachten, ja wird durch neue politische Weichenstellungen (Beispiel: „Riester-Rente“) noch forciert und erfordert daher eine (Neu-) Bewertung des Anwendungsbereichs von speziellen gesetzlichen Wohlverhaltensregeln.

Auf die auf nationaler Ebene in Deutschland aus einem Geschäftsbesorgungsverhältnis erwachsenden vertraglichen Pflichten, wie etwa die Treuepflicht, und – darauf aufbauend – die durch die Jurisprudenz fest etablierten Verhaltensmaßstäbe für Finanzdienstleister sollen in dieser Arbeit hingegen nicht näher eingegangen werden. Diese ungeschriebenen vertraglichen Pflichten sind nur am Rande Gegenstand dieser Monographie, soweit dies für die Herausarbeitung einer Systematik der Verhaltenspflichten erforderlich ist.

Viele Fragen sind in dem zumindest in Kontinentaleuropa noch jungen Feld besonderer Verhaltenspflichten für Finanzdienstleister offen und harren der Klärung. Insbesondere den folgenden soll diese Arbeit nachgehen:

Welche wirtschaftliche Funktion erfüllen besondere Verhaltenspflichten beim Vertrieb von Finanzprodukten? Was ist der sachliche und persönliche Anwendungsbereich der Wohlverhaltenspflichten? Inwieweit sind gemeinsame Regeln für den Wertpapier- und den Versicherungsbereich sinnvoll?

Wie haben sich besondere Verhaltenspflichten bei Wertpapier- und Versicherungsdienstleistungen in den beiden wichtigsten Finanzmärkten USA und Großbritannien entwickelt? Wie sind die Verhaltenspflichten im Rahmen der europäischen Harmonisierung ausgestaltet?

## II. AUFBAU

Im 1. Teil wird eine Einbettung der Wohlverhaltensregeln in ihre sozioökonomischen Hintergründe und Funktionen vorgenommen.

Dabei befasst sich § 1 allgemein mit den empirischen Grundlagen, d.h. den Entwicklungen, die die Einrichtung von Wohlverhaltenspflichten sinnvoll bzw. gar notwendig erscheinen lassen: der weltweiten und europäischen Finanzmarktintegration, der zunehmenden sektorüberschreitenden Integration und dem dadurch erhöhten Informationsbedarf der Anleger/Kunden.

## Einleitung

§ 2 analysiert den Begriff der Finanzdienstleistung und stellt die wirtschaftlichen Funktionen des Finanzdienstleistungssektors dar. Besonderes Augenmerk gilt dabei den Regulierungs- und Aufsichtsmaßnahmen in diesem Bereich, die sich zum einen mit System- oder Funktionsschutz-, zum anderen mit Kundenschutzerwägungen begründen lassen.

§ 3 schließt den ersten Teil mit einer Zusammenfassung der Ergebnisse ab.

Wichtiges primär kundenschützendes Regulierungsinstrument sind die Wohlverhaltenspflichten, deren Anwendungsbereich im 2. Teil eine abstrakte Definition in Bezug auf den Vertrieb von Kapitalanlage- und Versicherungsprodukten erfährt.

Dabei wird in § 4 nicht nur der sachliche Anwendungsbereich geklärt, sondern auch der durch Wohlverhaltensregeln verpflichtete (§ 5) und der dadurch geschützte Personenkreis (§ 6) einer Untersuchung unterzogen. Im Anschluss daran erfolgt in § 7 eine genaue Einteilung der Wohlverhaltenspflichten im Einzelnen. § 8 ergänzt diesen Abschnitt durch Ausführungen zu Rechtsnatur und Durchsetzung der Wohlverhaltensregeln im Spannungsfeld zwischen zivilrechtlicher Haftung und öffentlich-rechtlicher Aufsicht, wobei auch auf Aspekte der Selbstregulierung und der alternativen Streitbeilegung eingegangen wird.

§ 9 schließt den ersten Teil mit einer Zusammenfassung der Ergebnisse dieses Teils ab.

Der 3. Teil der Arbeit beschäftigt sich mit der praktischen Anwendung der in den Teilen 1 und 2 erarbeiteten theoretischen Ergebnisse in den Gesetzen und Regulierungen der USA, Großbritanniens und der Europäischen Union.

Die Entwicklung von Wohlverhaltensregeln im wichtigsten Finanzmarkt der Welt, den USA, wird in § 10 eingehend behandelt, wobei der Schwerpunkt hier auf dem Wertpapiermarkt liegt.

Die britischen Wohlverhaltensregeln bilden den Inhalt von § 11, der sich insbesondere dem Financial Services and Markets Act aus dem Jahre 2000 und der Financial Services Authority, der ersten vollständig integrierten Allfinanzmarktaufsicht in Europa, widmet.

Die im Wertpapier- und Versicherungsdienstleistungsbereich auf europäischer Ebene erlassenen Wohlverhaltensregeln werden in § 12 einer detaillierten Würdigung unterzogen, wobei sowohl die Versicherungsvermittler-Richtlinie als auch alte und neue Wertpapierdienstleistungsrichtlinie Gegenstand der Untersuchung sind.

Die Zusammenfassung der Ergebnisse in § 13 beendet diesen dritten Teil.

Im Schlussteil findet sich eine ausführliche Zusammenfassung der Ergebnisse, die in einen rechtspolitischen Ausblick mündet. Eine Synthese der Ergebnisse auf einen Blick schliesst die Arbeit ab.

## 1. TEIL: EINORDNUNG UND SYSTEMATIK

Dieser Teil ist der ausführlichen theoretischen Erfassung und Definition der Wohlverhaltensregeln gewidmet.

Dafür erfolgt zunächst eine Einordnung der Wohlverhaltensregeln in den sie umgebenden wirtschaft(-wissenschaft-)lichen und regulatorischen Rahmen. Globalisierung sowie Konglomeratisierung über traditionelle Sektorengrenzen hinweg sind die beiden herausragenden Entwicklungsphänomene der Finanzdienstleistungswelt des letzten Jahrzehnts.<sup>31</sup> Auch für die weitere Entwicklung der Wohlverhaltensregeln sind diese Trends von nicht zu vernachlässigender Bedeutung. Vor einer Untersuchung der Wohlverhaltensregeln und ihrem Einzug in die europäischen Rechtssysteme gilt es daher, mittels einer kurzen Beschreibung der allgemeinen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen mögliche Auswirkungen auf die Rechtsentwicklung von Wohlverhaltensregeln aufzuzeigen.

Für das Verständnis der Wohlverhaltensregeln und ihrer Wirkungen ist es insbesondere notwendig, auf die ökonomischen Funktionen von Finanzdienstleistern im allgemeinen einzugehen. Damit zusammenhängend dient die detaillierte Beschreibung der Regulierungsziele im Bereich der Finanzdienstleistungen der Verortung der Wohlverhaltensregeln in diesem Regulierungssystem.

Daran anschließend erfolgt eine Eingrenzung des sachlichen und persönlichen Anwendungsbereichs von Wohlverhaltensregeln.

Den größten Raum nimmt in diesem Teil die Entwicklung eines strukturierten Systems ein, in das die einzelnen Wohlverhaltenspflichten eingeordnet werden.

Der erste Teil wird abgerundet durch Ausführungen zu Rechtsnatur und Durchsetzung von Wohlverhaltensregeln.

---

<sup>31</sup> So z.B. die Einschätzung des CPB NETHERLANDS BUREAU FOR ECONOMIC POLICY RESEARCH im Forschungsprojekt „*Stability and Competition in the Financial Sector*“, siehe [www.cpb.nl/eng/general/org/homepages/radm/project\\_kapitaal.pdf](http://www.cpb.nl/eng/general/org/homepages/radm/project_kapitaal.pdf).

### § 1 ENTWICKLUNGEN AUF DEN FINANZMÄRKTEN

Die Veränderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen für Finanzdienstleistungsunternehmen und somit auch die Entwicklung von Wohlverhaltenspflichten erklären sich weitgehend als Reaktion auf die tiefgreifenden Veränderungen der Branche in den letzten Jahren. Eine Beschreibung der prägenden finanzwirtschaftlichen Entwicklungen erscheint insbesondere geboten, als sich daraus Schlüsse hinsichtlich der weiteren Entwicklung der Wohlverhaltensregeln ergeben können. Namentlich die wichtigsten integrativen Trends, die Finanzmarktintegration und die sektorübergreifende Integration sollen kurz skizziert werden.

#### I. FINANZMARKTINTEGRATION

##### 1. GLOBALISIERUNG

In kaum einer wissenschaftlichen Abhandlung über die Finanzmärkte von heute fehlt das Schlagwort Globalisierung oder auch Internationalisierung. Die Ursachen und Ergebnisse von Globalisierung und Verflechtung der Finanzmärkte sind komplex. Unterschiedliche Entwicklungslinien sind zu erkennen, die einander wechselseitig verstärken und bedingen.

Als prinzipielle Voraussetzung für ein Zusammenwachsen der Märkte gilt zunächst die umfassende Deregulierung, die durch das Abkommen von Bretton Woods, die Lockerung der Devisen- und Kapitalexportkontrollen sowie die Senkung oder Abschaffung der internationalen Kapitalflüsse behindernden Steuern in den meisten westlichen Industrienationen ab Mitte der siebziger Jahre geprägt war.<sup>32</sup>

Des Weiteren bestimmen in zunehmendem Maße institutionelle Anleger wie Finanzinstitute, Pensionsfonds, Lebensversicherungen oder Investmentfonds vielerorts das Marktgeschehen.<sup>33</sup>

Durch überlegenes informationstechnisches Wissen und die internationale Basis können moderne Informationsmöglichkeiten effizienter genutzt werden und Portfolios breiter international gestreut werden.

Der rasante Fortschritt in der Informationstechnologie wird jedoch weithin als Hauptgrund für die Globalisierung angesehen.<sup>34</sup> Dadurch lassen sich gerade Finanzdienstleistungen als immaterielle Güter (*intangible products*<sup>35</sup>) theoretisch ohne größere Zusatzkosten weltweit vertreiben. Die diesbezüglichen plakativen Schlagzeilen der Medien lauten zum Beispiel: „Das Internet erobert die Finanzwelt“<sup>36</sup>, „Internet und E-Commerce werden die Bankenindustrie erschüttern“<sup>37</sup> oder „Das Internet revolutioniert die Kapitalmärkte“<sup>38</sup>.

---

<sup>32</sup> BAUM/BREIDENBACH, WM 1990, Sonderbeilage Nr. 6, S. 5.

<sup>33</sup> Grundlegend zur kontinuierlichen Spezialisierung und Ausdifferenzierung der Finanzmarktakteure: CLARK, Harv. L. Rev. 1981, S. 561ff.

<sup>34</sup> Vgl. Willem F. DUISENBERG auf der XXIV. Jahreskonferenz der IOSCO in Lissabon am 25.05.1999, S. 4 unter [www.bis.org/review/r990601a.pdf](http://www.bis.org/review/r990601a.pdf); HERZ in OBERENDER, S. 114, DENNIG, Wirtschaftsdienst 2001, S. 595.

<sup>35</sup> Im Text werden im Folgenden auch die international gebräuchlichen englischen Begriffe aus Gründen der terminologischen Einheitlichkeit jeweils in kursiver Schrift mit genannt.

<sup>36</sup> FAZ, 30.11.1999, S. 17.

<sup>37</sup> FAZ, 05.02.2000, S. 26.

<sup>38</sup> FAZ, 08.05.2000, S. 40.

## § 1 Entwicklungen auf den Finanzmärkten

Technologische Neuerungen bergen zudem das Potential, die Kosten für Kommunikation erheblich zu senken<sup>39</sup> bzw. haben dies schon getan.<sup>40</sup>

Derart vollmundige Ankündigungen sind jedoch seit dem Platzen der *new economy* Blase nicht mehr zu hören: Reine Direktbanken, Online-Versicherungen und Online-Wertpapierdienstleister, die noch wenige Monate zuvor mit großen Expansionsbestrebungen für Wirbel gesorgt hatten, ziehen sich aus einzelnen nationalen Märkten wieder zurück<sup>41</sup>, melden Insolvenz an<sup>42</sup> bzw. werden übernommen.<sup>43</sup> Alteingesessene Versicherungsunternehmen, die sich von Beginn an, wohl auch aus Rücksicht auf ihre Vertreter und Vermittler sowie aufgrund der zusätzlichen rechtlichen Unsicherheiten, zögerlicher auf den neuen Vertriebsweg eingelassen hatten, betreiben ihre Internetaktivitäten weiterhin eher zaghaft.<sup>44</sup> Überdies ergeben statistische Auswertungen gerade für den europäischen Finanzdienstleistungsmarkt, dass die Unternehmen in den seltensten Fällen grenzüberschreitend direkt Finanzdienstleistungen anbieten, sondern vielmehr fast ausschließlich über in den einzelnen nationalen Märkten niedergelassene Tochtergesellschaften operieren.<sup>45</sup> Dies belegt zwar den Trend zu internationalen Unternehmensverflechtungen und Konzernbildung<sup>46</sup>, entspricht jedoch kaum den Idealvorstellungen des Europäischen Binnenmarkts mit freiem Dienstleistungsverkehr, der gerade die Aufhebung der Segregation der verschiedenen Märkte zum Ziel hat.<sup>47</sup> Dies mag im Wertpapierbereich unter anderem daran liegen, dass die Ineffizienzen bei grenzüberschreitenden Wertpapiertransaktionen unabhängig von den auf einen einheitlichen europäischen Finanzmarkt gerichteten Bestrebungen weiterhin groß sind.<sup>48</sup> Interessant ist in dieser Beziehung auch das sogenannte „*home bias puzzle*“: Obwohl in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur einhellig davon ausgegangen wird, dass ein diversifiziertes (internationales) Portfolio bei gleichem Risiko im allgemeinen höhere Gewinne erwarten lässt, tendieren auch viele professionelle Investoren dazu, heimische Aktien zu kaufen, d.h. sie investieren entgegen wirtschaftlicher Vernunft.<sup>49</sup> Nichtsdestotrotz dokumentieren verschiedene Statistiken über die neueren Entwicklungen auf den Finanzmärkten<sup>50</sup>, dass eine Internationalisierung in vielfältiger Weise stattfindet:

---

<sup>39</sup> Nach einer Studie des Marktforschungsinstituts Forrester Research könnten zum Beispiel Versicherungsunternehmen in Deutschland durch effizientere Prozesse bei der Akquisition und Betreuung von Kunden via Internet jährlich Kosten von bis zu 4,6 Milliarden Euro einsparen (Die Welt, 13.06.2001, S. WW2).

<sup>40</sup> So hat die *Association for Financial Professionals* in ihrer halbjährlichen Umfrage über die Auswirkungen des Internets auf die Finanzdienstleistungsmärkte im April 2001 festgestellt, dass der Gebrauch des Internets beim Handel mit Finanzprodukten bis zum Jahre 2003 aller Voraussicht nach durchschnittlich um den Faktor 5 steigen wird.

<sup>41</sup> Obwohl ihr noch kurz zuvor gute Zukunftsaussichten auf dem deutschen Markt aufgrund der Nischenfunktion als reine Internetbank vorausgesagt wurden (HAFNER in OBERENDER, S. 98), stellte die irische first-e ihre Internetbanktätigkeit in Deutschland überraschend ein (MARTIN FIUTAK in ZDNet vom 07.09.2001, [news.zdnet.de/story/0,,t101-s2094782.00.html](http://news.zdnet.de/story/0,,t101-s2094782.00.html)).

<sup>42</sup> In Deutschland z.B. der Online-Broker Systracom (Welt am Sonntag, 20.01.2001, S. 43) oder die Online-Versicherung Censio.

<sup>43</sup> Der einstige deutsche *High-Flyer* Consors von BNP Paribas, wodurch allerdings der größte Internetbroker Europas entsteht und damit die Internationalisierung weiter vorangetrieben wird (FAZ, 02.05.2002, S. 22).

<sup>44</sup> DIE WELT, 06.06.2001, S. WW5.

<sup>45</sup> Ausführlich für den Versicherungsbereich BASEDOW, J.B.L. 2001, S. 569, 573ff.

<sup>46</sup> Dazu gleich siehe § 1 II.

<sup>47</sup> Mehr dazu siehe § 1 I. 2.

<sup>48</sup> Nach Aussage der Deutschen Börse AG beziffern sich die europaweiten Kosten für Ineffizienzen bei grenzüberschreitenden Wertpapiertransaktionen auf ca. 5 Milliarden Euro (vgl. FAZ, 05.02.2002, S. 18).

<sup>49</sup> OKINA/SHIRAKAWA/SHIRATSUKA, *Monetary and Economic Studies* 1999, S. 5.

<sup>50</sup> DALE/WOLFE, JFRC 1998, S. 326.

## 1. Teil: Einordnung und Systematik

Zunächst sind Finanzmärkte in den größten westlichen Industrienationen während der neunziger Jahre schneller gewachsen als andere Wirtschaftsbereiche, d.h. der Anteil der Finanzmärkte am Bruttosozialprodukt ist gestiegen.<sup>51</sup> Das allein würde zwar noch nicht auf eine Internationalisierung hindeuten. Zusätzlich dazu ist aber auch die Zahl grenzüberschreitender Bank- und Wertpapiertransaktionen angestiegen.<sup>52</sup> Ein weiterer Faktor ist die rasche Expansion der weltweiten Euro- und Derivativmärkte in den letzten zehn Jahren.<sup>53</sup> Auch die Zahl multinationaler Finanzdienstleister, die in mehreren Ländern operieren, ist in den letzten Jahren stark gewachsen.<sup>54</sup>

Im Zuge der weltweiten Rezessionstendenzen nach den Terrorattacken vom 11. September 2001 lassen sich zwar schon wieder Stimmen vernehmen, die ein Ende der Globalisierung vorhersagen.<sup>55</sup> Eine solche Entwicklung ist allerdings mit den bisherigen Daten nicht belegbar.

## 2. INTEGRATION DES EUROPÄISCHEN FINANZMARKTS

Die Globalisierung der Finanzdienstleistungen ist allerdings im Wesentlichen auf institutionelle Investoren beschränkt geblieben (*wholesale*), während Endverbraucher diese Entwicklung nicht mitgetragen haben. Diese Unterscheidung ist wichtig zum Verständnis des vermeintlich hoch integrierten europäischen Finanzmarkts: Der *wholesale*-Bereich ist tatsächlich in hohem Maße integriert: Große Unternehmen und institutionelle Anleger agieren heute bereits in einem wirklich internationalen Finanzmarkt. Bankdienstleistungen und Versicherungsprodukte werden hier nicht nur aus einem EU-Angebot, sondern teilweise aus einem globalen Angebot ausgewählt. Auf europäischer Ebene und insbesondere für die Euro-Zone hat die Einführung des Euro dem grenzüberschreitenden Wachstum der Finanzmärkte nochmals einen gewaltigen Schub versetzt. So wuchs beispielsweise der Interbankenhandel in der Euro-Zone von 1995 bis 1997 mit knapp 40 % mehr als doppelt so stark wie im Durchschnitt auf den einzelnen nationalen Märkten<sup>56</sup> und ist heute bereits ein praktisch vollständig integrierter Markt ohne nennenswerte Zinsunterschiede. Auch die Wertpapiermärkte können als hoch integriert eingestuft werden. Aufgrund der Aktivitäten institutioneller Investoren gibt es kaum nennenswerte Preisdifferenzen für die gleichen Aktien oder Anleihen zwischen verschiedenen europäischen Börsenplätzen. Im Versicherungsbereich ist es vor allem der Rückversicherungsmarkt, der durch eine globale Struktur von Angebot und Nachfrage gekennzeichnet ist.

Mit der Binnenmarkt-Integration ist es hingegen sehr viel schlechter bestellt, wenn man das Augenmerk vom Großkunden weg auf den Endverbraucher richtet (*retail*). Auf den *retail*-Segmenten der europäischen Banken- und Versicherungsmärkte stellen die Staatsgrenzen auch im Euro-Zeitalter immer noch eine wichtige Hürde dar. Direkte, grenzüberschreitende Kontakte zwischen normalen Privatkunden und ausländischen Anbietern sind die große Ausnahme, wenn es beispielsweise um die Vermittlung von Wertpapieren oder um Lebens- oder Sachversicherungen geht. Preise, Preisgestaltung, aber auch die Verfügbarkeit von Finanzprodukten variieren hier stark zwischen den EU-Staaten. Im Wertpapierbereich investieren Kleinanleger, für die nationale Grenzen gerade aufgrund der für ausländische Märkte erheblich erhöhten Informationsschwierigkeiten große Barrieren darstellen, ihr

---

<sup>51</sup> G-10 (CONSOLIDATION), S. 6.

<sup>52</sup> DALE/WOLFE, JFRC 1998, S. 326, 339.

<sup>53</sup> OKINA/SHIRAKAWA/SHIRATSUKA, Monetary and Economic Studies 1999, S. 9, unter Auswertung von Quellen der International Swaps and Derivatives Organisation siehe [www.isda.org/statistics/historical.html](http://www.isda.org/statistics/historical.html).

<sup>54</sup> vgl. Tabelle bei DALE/WOLFE, JFRC, S. 326, 331; mehr dazu siehe unter § 1 II. 1.

<sup>55</sup> Vgl. statt aller: THE ECONOMIST: „Is it at risk?“, 02.02.02, S. 61ff.

<sup>56</sup> VON THADDEN, S. 16.

Kapital weiterhin primär im jeweiligen Heimatmarkt und über heimische Finanzdienstleister.<sup>57</sup> Im Versicherungsbereich verhindern 15 verschiedene Versicherungsvertragsregelungen grenzüberschreitende Versicherungsgeschäfte fast vollständig. Statt dessen werden allenfalls Tochtergesellschaften in anderen Mitgliedstaaten gegründet, die dann nach den jeweiligen nationalen Regeln wiederum national Versicherungsprodukte vertreiben. Vom Systemwettbewerb, der mit der Anwendung des Prinzips der Mindestharmonisierung angestrebt wurde findet sich keine Spur, der europäische Binnenmarkt für Privatversicherungen existiert nur auf dem Papier.<sup>58</sup>

Gerade in dem Bereich also, in dem der Bürger die Vorteile der europäischen Integration „hautnah“ erleben könnte, ist die Europäische Union vom Ziel eines integrierten Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen weit entfernt. Wie lang der Weg noch ist, belegt eine Studie des Europäischen Zentrums für Wirtschaftsforschung (ZEW) zu den Problemen des EU-Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen: Dort ist von Einsparmöglichkeiten in Höhe von jährlich 5 Milliarden Euro nur im Bereich von Anlagefonds die Rede, wenn es einen einheitlichen Binnenmarkt für solche Produkte gäbe.<sup>59</sup>

So trifft der Aktionsplan Finanzdienstleistungen der Europäischen Kommission aus dem Jahre 2000 über das Resultat der seit 1973 betriebenen Arbeit zur Errichtung eines Binnenmarktes für Finanzdienste denn auch die knappe und wenig schmeichelhafte Feststellung:

„Die Finanzmärkte der Gemeinschaft sind jedoch segmentiert geblieben, und sowohl die Geschäftswelt wie auch die Konsumenten können nach wie vor Dienstleistungen grenzüberschreitend tätiger Finanzinstitutionen noch immer nicht direkt in Anspruch nehmen.“<sup>60</sup>

## II. SEKTORÜBERSCHREITENDE INTEGRATION

### 1. KONGLOMERATISIERUNG

Zunehmend global oder zumindest international agierende Unternehmen müssen eine gewisse Größe haben, um im weltweiten Wettbewerb bestehen zu können, so dass im Finanzdienstleistungsbereich mit der Globalisierung eng verbunden ein intensiver Konsolidierungsprozess stattfindet. In Deutschland z.B. hat eine Vielzahl von Fusionsaktivitäten dazu geführt, dass von 4.700 Bankinstituten im Jahre 1990 schon ein Jahrzehnt später nur noch 3.200 übriggeblieben waren.<sup>61</sup> Dies ist aber kein auf Deutschland beschränktes Phänomen: In einer G-10-Studie über Konsolidierung im Finanzdienstleistungsbereich sind in allen untersuchten 13 der wirtschaftlich wichtigsten Länder der Welt vergleichbare Entwicklungen festgestellt worden. So sind sowohl Anzahl als auch das involvierte Volumen der Fusionen und Übernahmen von Unternehmen in der Finanzbranche in den neunziger Jahren stark angestiegen; die Menge solcher Aktivitäten lag Ende des Millenniums durchschnittlich dreimal so hoch wie noch 1990, die durchschnittlichen Transaktionsvolumina waren gar um das Zehnfache gewachsen.<sup>62</sup> Diese

---

<sup>57</sup> HEINEMANN/JOPP, S. 12; 1. LAMFALUSSY-BERICHT, S. 12.

<sup>58</sup> So BASEDOW, J.B.L. 2001, S. 569, 575, der als Konsequenz eine Vereinheitlichung des Versicherungsvertragsrechts für notwendig hält.

<sup>59</sup> FAZ, 08.03.2002, S. 26; HEINEMANN/JOPP, S. 12.

<sup>60</sup> KOM(1999)232, 11.05.1999, S. 3; dazu detailliert unten in Teil III.

<sup>61</sup> G-10 (CONSOLIDATION), S. 50.

<sup>62</sup> Ibid. S. 34; ähnlich BÜRKNER, FAZ, 08.01.01, S. 32.

## 1. Teil: Einordnung und Systematik

Konsolidierung erfolgt dabei nicht nur innerhalb der traditionellen Sektorengrenzen der Finanzdienstleistungen, d.h. jeweils zwischen Banken (im Falle von Universalbanken inklusive Wertpapiergeschäft) und Versicherungen untereinander, sondern auch und zunehmend sektorenübergreifend.<sup>63</sup> Ende der neunziger Jahre waren schon 15% der Fusionen in den an der Studie beteiligten Ländern sektorenübergreifender Natur.<sup>64</sup> Derartig über die angestammten Sektorengrenzen hinweg agierende Unternehmen werden als Finanzkonglomerate, bisweilen auch als Allfinanzkonzerne bezeichnet. Seit 1995 wurden über 250 Finanzkonglomerate auf europäischer Ebene geschaffen, in einigen Mitgliedsländern wie Belgien, Spanien, Portugal, Schweden oder Niederlande werden schon zwei Drittel oder mehr des Bankvermögens von Banken gehalten, die Teil eines Finanzkonglomerats sind.<sup>65</sup> In den USA wird weithin erwartet, dass in der Folge des die US-Finanzdienstleistungsindustrie modernisierenden Gramm-Leach-Bliley Act 1999 sektorübergreifende Finanzkonglomerate entstehen werden.<sup>66</sup> Allerdings sind weitaus die meisten dieser Zusammenschlüsse auf die jeweiligen nationalen Märkte beschränkt geblieben, eine Internationalisierung hat nur beschränkt stattgefunden.<sup>67</sup> Dementsprechend stellen wissenschaftliche Analysen der Finanzmarktentwicklung in der Europäischen Union fest, dass der Hauptanteil der traditionellen Aktivitäten von Finanzdienstleistungsunternehmen weiterhin eine ausgeprägte nationale Dimension aufweist.<sup>68</sup>

Trotz alledem hat es in den letzten Jahren in Europa einige aufsehenerregende sektorübergreifende Zusammenschlüsse international operierender Unternehmen wie in Benelux die von Fortis Groupe mit Générale de Banque oder von ING mit Banque Bruxelles Lambert sowie Dresdner Bank mit Allianz<sup>69</sup> gegeben.<sup>70</sup> Dabei wird allgemein davon ausgegangen, dass dieser Trend sich fortsetzen wird. Weitere größere internationale Finanzkonglomerate sind die niederländische ABN-Amro oder die Schweizer Credit Suisse mit Winterthur Versicherungen.<sup>71</sup> Bestimmender Teil eines Finanzkonglomerats sind meist die Banken. Eine gewichtige Ausnahme bildet die Fusion der Allianz mit der Dresdner Bank, bei der der Anteil des Geldinstituts an den Gesamterlösen des Allianz-Konzerns lediglich im einstelligen Prozentbereich liegt.<sup>72</sup>

## 2. ALLFINANZ

Nicht nur Fusionen führen dazu, dass die ehemals klar aufgezeichneten traditionellen Grenzen zwischen den verschiedenen Finanzdienstleistungsgeschäften immer unschärfer werden. In der englischen Terminologie ganz allgemein mit dem Oberbegriff „blurring of distinctions“<sup>73</sup> bezeichnet, umfasst diese Entwicklung auch die sektorübergreifende Nutzung von einst

---

<sup>63</sup> Zur Einteilung der Finanzdienstleistungen in verschiedene Branchen siehe unten § 2 II. 1.

<sup>64</sup> G-10 (CONSOLIDATION), S. 35.

<sup>65</sup> PREGESBAUER, S. 28.

<sup>66</sup> WATSON, BJIBFL 2000, S. 187.

<sup>67</sup> G-10 (CONSOLIDATION), S. 35; WIRTSCHAFTS- UND SOZIALAUSSCHUSS, *Report on Financial Stability*, April 2000, EFC/ECFIN/240/00 – Final, S. 10.

<sup>68</sup> WIRTSCHAFTS- UND SOZIALAUSSCHUSS, *Report on Financial Stability*, April 2000, EFC/ECFIN/240/00 – Final, S. 10.

<sup>69</sup> Aufgrund der Größe und der internationalen Ausrichtung der Allianz von internationaler Dimension, obwohl der Unternehmenssitz beider Firmen in Deutschland liegt.

<sup>70</sup> DALE/WOLFE, *ibid.*, S. 331.

<sup>71</sup> KILIAN/SCHJEJA, RIW 2002, Beilage 1 Banken und Versicherungen, 20.

<sup>72</sup> FAZ, 02.04.2002, S. 13.

<sup>73</sup> *ibid.*, S. 13; BRIAULT (RATIONALE), S. 13; Joint Forum, Core Principles, S. 8.



spezifischen Vertriebswegen<sup>74</sup> oder das zunehmende Angebot von Finanzprodukten, die sich den althergebrachten Schablonen der sektoralen Zuordnung verweigern. Diesen Prozess der Synthese des Vertriebs und Angebots von Finanzdienstleistungen wird als Allfinanz bezeichnet.<sup>75</sup> Der Verkauf von Versicherungsprodukten über den Bankschalter, auch *Bankassurance* genannt, ist das bisher erfolgreichste Teilkonzept der Verflechtung von Finanzdienstleistungen.<sup>76</sup> In Frankreich wurden bereits 1992 über Banken mehr Lebensversicherungen verkauft als über das Netz von Versicherungsvermittlern.<sup>77</sup> Versicherungen und Banken arbeiten im Vertrieb sowohl mittels reinen Kooperations- oder Distributionsvereinbarungen (Citibank und CiV Versicherung), aber auch über gegenseitige Kapitalverflechtungen (Hypovereinsbank mit ERGO) oder Joint-Venture-Strukturen (La Caixa-Fortis in Spanien) zusammen. Der Vertriebsanteil von Versicherungen am Verkauf von Investmentfonds in Deutschland – traditionell eine Domäne von Banken und Sparkassen – liegt inzwischen bei knapp einem Fünftel, auch der Anteil unabhängiger Vermittler und der Direktvertrieb wird in den nächsten Jahren in diesem Bereich auf Kosten des Bankvertriebs ansteigen.<sup>78</sup> Eine ganze Zahl von Kooperationen junger Internet-Firmen verfolgt ein *One-Stop-Shop*-Konzept, bei dem über ein gemeinsames Internet-Portal verschiedene Finanzdienstleistungen unterschiedlicher Anbieter angeboten werden.<sup>79</sup> In Deutschland gibt es überdies eine ganze Reihe von Allfinanzvertrieben, die nicht durch Fusionen sektoraler Finanzdienstleister, sondern als Organisation selbständiger Berater mit einer breiten Palette an Finanzprodukten aus sich selbst heraus gewachsen sind. Die drei führenden Unternehmen dieser Art, auch Strukturvertriebe genannt, sind die auf Akademiker spezialisierte MLP, der Allgemeine Wirtschaftsdienst (AWD) sowie die Deutsche Vermögensberatungs-Anlage Gesellschaft (DVAG), die die Vernachlässigung des Endkundengeschäfts durch Banken und Versicherungen genutzt haben, um zu einer ernstzunehmenden Konkurrenz zu reifen.<sup>80</sup> Auch in Großbritannien sind die Grenzen zwischen den Marktsegmenten verblasst.<sup>81</sup> Deutlich wird insbesondere, dass immer mehr Finanzdienstleistungsprodukte angeboten werden, die nicht mehr eindeutig einer Sparte zugeordnet werden können.<sup>82</sup> Beginnend mit den seit den siebziger Jahren vertriebenen fondsgebundenen Lebensversicherungen erreicht diese Entwicklung mit den in ganz Europa nunmehr geförderten privaten Pensionsfonds neue Höhen.

---

<sup>74</sup> BRIAULT (RATIONALE), S. 14.

<sup>75</sup> REHM/SIMMERT in KRÜMMEL, S. 9; für eine umfassende Darstellung der einzelnen Erscheinungsformen der Allfinanz siehe ZUFFEREY-BERICHT, S. 118ff.; ebenso und mit vielen Beispielen aus der Praxis BANZ, S. 2ff.

<sup>76</sup> KERN, ÖBA 1998, S. 785.

<sup>77</sup> FLOHR, FAZ Sonderbeilage Finanzmärkte, 17.09.2002, S. B12; das Phänomen der Diversifikation der Vertriebswege in Frankreich beschreiben auch BIGOT/LANGÉ, Bd. 2, S. 11.

<sup>78</sup> FAZ, 26.02.2002, S. 27.

<sup>79</sup> Z.B. Kooperationen Consors mit Einsurance, Direkt Anlage Bank mit Insurancecity, Comdirect und AdvanceBank mit Censio, Die Welt, 18.10.2000, S. WW5; ausführlicher zu Finanzportalen: KERN, ÖBA 2000, S. 370ff.

<sup>80</sup> VON PETERSDORFF: *Angriff aufs Geschäft der Banken*, FAZ am Sonntag, 02.06.2002, S. 37.

<sup>81</sup> Großbritannien bietet aufgrund der langjährigen zersplitterten Regulierung mit unterschiedlichen Genehmigungspflichten für diverse Finanzdienstleistungen gute Vergleichsmöglichkeiten: So gab es 1979 kein Unternehmen, das mehr als zwei der fünf wichtigsten Genehmigungen (Einlagegeschäft, Versicherung, Wertpapieremissionen, Fondsmanagement und Wertpapierhandel) besaß, 1999 hingegen hatten allein acht Firmen alle fünf Genehmigungen, eine größere Zahl war zumindest in vier oder drei Bereichen tätig, vgl. BRIAULT (RATIONALE), S. 13.

<sup>82</sup> Als ein Beispiel für ein offensichtlich branchenübergreifendes Produkt seien nur die mittlerweile auch in Deutschland angebotenen Fonds für „gebrauchte“, also weiterverkaufte Lebensversicherungspolicen genannt.

### 3. URSACHEN

Die Gründe für die Entwicklung von Finanzkonglomeraten bzw. Allfinanzkonzepten und entsprechenden Produkten sind vielfältig und an dieser Stelle nur zu skizzieren:

Zum einen sind gravierende Änderungen auf der Nachfrageseite zu verzeichnen: Aufgrund kontinuierlich zunehmendem Pro-Kopf-Einkommen und des privaten Geldvermögens ist ein wachsender Bedarf an Vermögenssicherungs- und Anlageprodukten entstanden, der im Wesentlichen durch vier grundlegende Anlegerziele motiviert ist: Versichern, Vorsorgen, Finanzieren und Erzielen von Einkommen aus Vermögen.<sup>83</sup> Diese Anlegerziele sind nicht mehr wie ehemals nach Sektoren zwischen „Versichern“ und „Vorsorgen“ durch Versicherungsprodukte, „Finanzieren“ z.B. durch Bausparverträge bzw. „Erzielen von Einkommen aus Vermögen“ mittels Kapitalanlagen getrennt, sondern lassen sich in zunehmendem Maße mittels neuartiger sektorenübergreifender Finanzprodukte verwirklichen. Besonders die demographische Entwicklung – der Anteil der über 60jährigen an der Gesamtbevölkerung wird von derzeit 20,4% im Jahre 1996 auf 33,9% im Jahr 2040 ansteigen – und die damit zusammenhängende Krise des umlagefinanzierten Alterssicherungssystems werden dazu führen, dass anders als heute große Teile der Bevölkerung für die Sicherung ihres Lebensunterhaltes im Alter privat vorsorgen werden.<sup>84</sup> Die Finanzdienstleistungsunternehmen stellen sich auf diese neue Entwicklung ein: Insbesondere Pensionsfonds, die z.B. in Japan oder den USA ein Kapitalanlagevolumen von 3,1 bzw. 11 Billionen Dollar haben und zu den wichtigsten und häufig marktbewegenden Investoren an den Weltfinanzmärkten zählen, werden nun auch in Deutschland angeboten.<sup>85</sup> Die im Jahre 2001 eingeführte sogenannte „Riester-Rente“ zur staatlichen Förderung privater Altersvorsorge ist ein erster Schritt dazu, auch wenn diese weder von den Anbietern noch von Kundenseite mit Enthusiasmus aufgenommen worden ist.<sup>86</sup> Aufgrund der strengen staatlichen Vorgaben ähneln die deutschen Pensionsfonds allerdings eher klassischen Kapitallebensversicherungen als echten, risikoreicheren Pensionsfonds angelsächsischer Prägung. Pensionsfonds und andere Spielarten der „Riester-Rente“ werden von Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften gleichermaßen angeboten. Auch die fondsgebundene Lebensversicherung, die schon im Namen die Zwitterstellung zwischen klassischer Lebensversicherung und Kapitalanlage trägt, wird in den kommenden Jahren mehr und mehr an Bedeutung gewinnen.<sup>87</sup> Banken, Wertpapierhändler, Kapitalanlagegesellschaften und Versicherungen werben so mehr und mehr um Kunden im gleichen Markt und versuchen, mit immer neuen und zunehmend Versicherungs- und Anlageelemente vermischenden Finanzprodukten den wachsenden Markt für Altersvorsorge zu befriedigen.<sup>88</sup>

Auf Anbieterseite wird der Innovationsprozess außerdem durch den technischen Fortschritt und die damit einhergehende Verringerung von Informations- und Transaktionskosten bestimmt.<sup>89</sup> Diese ihrerseits erleichtert das Eindringen branchenfremder Firmen in den traditionellen Markt der Finanzdienstleistungen. Automobilunternehmen oder Kaufhausketten beispielsweise vergeben seit einigen Jahren günstige Kredite bei Erwerb der von ihnen vertriebenen Konsumgüter<sup>90</sup>, selbst die Firma Tchibo bietet eine „Riesterrente“ in ihren

---

<sup>83</sup> REHM/SIMMERT in KRÜMMEL, S. 11.

<sup>84</sup> BOCK, S. 54.

<sup>85</sup> FAZ, 10.04.2002, S. 31.

<sup>86</sup> FAZ, 22.02.2002, S. 27; *ibid.*, 26.02.2002, S. 29.

<sup>87</sup> FAZ, 25.02.2002, S. 29.

<sup>88</sup> FAZ, 22.02.2002, S. 29, zu den Unterschieden zwischen Anlage und Versicherung siehe § 4

<sup>89</sup> HERZ in OBERENDER, S. 113; REHM/SIMMERT in KRÜMMEL, S. 11.

<sup>90</sup> BOCK, S. 56.

Filialen und über das Internet an.<sup>91</sup> Der wettbewerbsinduzierte Rentabilitätsdruck im Banken- und Versicherungsbereich führt zur Suche nach zusätzlichen Ertragschancen. Als Unternehmenssparte mit Ertragspotential erweist sich dabei der Vertrieb, bei dem Kostenvorteile aus einer besseren Kapazitätsauslastung der Vertriebswege durch *cross-selling*, d.h. entweder durch eine eigene sektorenübergreifende Produktpalette oder Kooperation mit Finanzdienstleistern aus dem jeweiligen anderen Sektor, gewonnen werden können. Dies soll dem Kunden ein *one-stop-shopping* bieten, durch das viele Finanzprodukte aus einer Hand oder zumindest mittels des gleichen Vertriebskanals beworben und vertrieben werden können. Allfinanzkonzerne erwarten überdies Synergieeffekte durch Verknüpfung der Kundendaten oder unternehmensübergreifendes *data mining* bis hin zu einem gemeinsamen System des Risikomanagements.

Das Allfinanzkonzept ist allerdings seit Jahren in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur umstritten, da ein *cross-selling*-Potenzial sich nach allen Erhebungen - mit Ausnahme von einzelnen Nischenanbietern<sup>92</sup> - nicht hat realisieren lassen.<sup>93</sup> Inzwischen wird aus datenschutzrechtlichen Erwägungen sogar die Zulässigkeit des freien Datenflusses im Allfinanzkonzern und damit einer der wirtschaftlichen Pfeiler der Allfinanzstrategie bezweifelt.<sup>94</sup> Der zu Beginn der neunziger Jahre so modische Begriff der Allfinanz hat so einen gewissen Hautgout erlangt<sup>95</sup>, der selbst Allfinanzkonzerne wie Credit Suisse oder Allianz lieber von „umfassenden“ oder „integrierten Dienstleistungen“ sprechen lässt.<sup>96</sup>

Unabhängig von den Sprachregelungen ist im Privatkundenbereich der Trend zur Allfinanz mit einem „Rundum-Service“ für Privatkunden vom Bankkonto über typische Versicherungsleistungen bis hin zu Vermögensverwaltung und neuerdings privater Altersvorsorge ungebrochen.

### III. ERHÖHTER INFORMATIONSBEDARF

Mit diesen Trends ist ein erheblich intensivierter Informationsbedarf der Privatkunden im Rahmen des Vertriebs von Finanzprodukten verbunden:

#### 1. STEIGENDER PRIVATER KAPITALANLAGEBEDARF BEI STEIGENDER PRODUKTKOMPLEXITÄT

Da die Staaten der Europäischen Union die Altersvorsorge aufgrund der demographischen Entwicklung und der damit einhergehenden Kostenexplosion in der Zukunft mehr und mehr in die Hände der Bürger selbst legen werden, muss zunehmend jeder selbst dafür Sorge tragen, finanzielle Vorkehrungen insbesondere für sein Alter zu treffen. Das bedeutet, dass nicht mehr nur die ohnehin ausreichend informierten institutionellen Kapitalgeber sich zur Kapitalvermehrung an den Kapitalmarkt wenden, sondern auch und immer mehr private Kapitalgeber ohne Kenntnisse und Erfahrung mit Finanzprodukten umgehen müssen, deren Qualität ihren Lebensabend mitbestimmen wird und deren Auswahl daher von immenser, wenngleich nicht sofort erkenntlicher Relevanz ist. Insbesondere die für die private

---

<sup>91</sup> FTD, 01.03.2002, S. 15.

<sup>92</sup> Hervorzuheben ist im deutschen Raum insbesondere der (zeitweilige) Erfolg der MLP AG mit ihrer Fokussierung auf ein allumfassendes Angebot von Finanzdienstleistungen für Akademiker.

<sup>93</sup> So z.B. KOTZ in DIE ZEIT, 01.02.2001, S. 27.

<sup>94</sup> KILIAN/SCHEJA, RIW 2002, Beilage I Banken und Versicherungen, 19ff. („kein Konzernprivileg im Datenschutzrecht ... Sensibilität der Finanzdaten“).

<sup>95</sup> Kritisch zum Allfinanzkonzept auch GRIESS/ZINNERT, S. 15ff.

<sup>96</sup> FAZ, 03.04.2001, S. 32; SZ, 06.04.2001, S. 26.

## 1. Teil: Einordnung und Systematik

Altersvorsorge entwickelten Produkte sind aufgrund des langen Laufzeitraums, ihrer Novität und ihrer erhöhten Komplexität selbst für erfahrene Kapitalgeber schwer überschaubar. Eine bessere und intensivere Information ist daher sowohl aufgrund der Ausweitung des privaten Kapitalanlagegeschäfts zum Massengeschäft als auch wegen der steigenden Komplexität der Finanzprodukte notwendig.

### 2. FINANZPRODUKTE DES BINNENMARKTS

Des Weiteren ist der Informationsbedarf auch deswegen erhöht, weil selbst ein Kunde, der über die national geprägten Finanzprodukte seines Heimatlandes ausreichend informiert ist und darüber rationale Entscheidungen treffen kann, kaum Kenntnisse über die von unterschiedlichen Traditionen geprägten, verschiedenartigen Finanzprodukte der anderen EU-Mitgliedstaaten haben wird. Eine Lebensversicherung beispielsweise mag aufgrund steuerlicher Regelungen oder historischer Entwicklungen in einzelnen Mitgliedstaaten strukturell starken Unterschieden unterworfen sein. Sollen die Privatkunden von den Vorzügen des Binnenmarkts wirklich profitieren und die dadurch gestiegenen Möglichkeiten, möglichst genau auf ihre Bedürfnisse zugeschnittene Finanztransaktionen zu tätigen, annehmen, ist eine erheblich intensivierte Aufklärung über ausländischen Finanzprodukte des Binnenmarkts erforderlich.

## IV. ERGEBNIS UND BEWERTUNG

Die kurz thematisierten grundlegenden Trends im Finanzdienstleistungsbereich belegen eines: Die Verknüpfungen und Verbindungen zwischen Finanzmärkten und den darauf agierenden Teilnehmern verschiedener Finanzdienstleistungsbranchen haben sich in den letzten Jahren sowohl grenz-, insbesondere aber sektorüberschreitend intensiviert und werden aller Voraussicht nach auch in der näheren Zukunft weiter zunehmen.

Hinsichtlich der Relevanz für das Thema allgemeiner europäischer Verhaltensregeln von Finanzdienstleistungsunternehmen lassen sich aus diesen Marktentwicklungen drei wichtige Schlüsse für die voraussichtliche zukünftige Rechtsentwicklung ziehen:

Die Internationalisierung der Finanz(dienstleistungs)märkte hat auf den normalen Privatkunden, dessen Verhalten weiterhin von den national unterschiedlichen rechtlichen Gegebenheiten bestimmt ist, keine bedeutende Auswirkung gehabt. Der von der Europäischen Union angestrebte Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen wird daher erst dann in erreichbare Nähe rücken, wenn diejenigen nationalen Regeln, die gerade Kleinanleger und Privatpersonen als Endverbraucher von Finanzdienstleistungen betreffen, soweit vereinheitlicht sind, dass auch Privatpersonen die Finanzgeschäfte in und mittels Intermediären im EU-Ausland nicht mehr scheuen müssen, sondern problemlos vornehmen können. Wohlverhaltensregeln für den Umgang mit den Kunden sind dabei die wichtigsten Normen, weil sie das direkte Verhältnis zwischen Finanzdienstleister und Kunde bestimmen und damit prägend für die Vertrauensbildung seitens der Privatkunden sind.

Des Weiteren wirft die praktische Auflösung der klassischen Unterscheidungslinien zwischen den verschiedenen Branchen des Finanzdienstleistungsgeschäfts hinsichtlich Angebotspalette und Zielgruppe die rechtspolitische Frage auf, ob und inwieweit unterschiedliche Regelungen der einzelnen Finanzdienstleistungsbranchen für den direkten Umgang mit dem Kunden (Verhalten, Angebote, Werbung, etc.) aufrechtzuerhalten sind oder ob nicht vielmehr eine Vereinheitlichung dieser Regeln notwendig und sinnvoll ist.<sup>97</sup>

---

<sup>97</sup> Schon 1987 hat LUSSE in DUFOUR/HIRSCH, S. 60, bei zunehmendem Verschwinden der Segmentgrenzen eine allgemeine Anpassung und Vereinheitlichung des Aufsichtsrechts gefordert.

## § 1 Entwicklungen auf den Finanzmärkten

Beide Entwicklungen führen zu einem erhöhten Bedarf an Informationen beim Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden, da diese zum einen immer komplexeren Produkten gegenüberstehen und zum anderen darüber hinaus eine gänzlich neue „Finanzerziehung“ im Hinblick auf die verschiedenartigen national geprägten Finanzprodukte der Binnenmarktmittglieder benötigen.

Somit ist aufgrund der Marktentwicklungen und europapolitischen Zielvorstellungen sowohl „horizontal“ – zwischen den Finanzdienstleistungssektoren – als auch „vertikal“ – von national zu international bzw. europäisch – eine (weitere) Harmonisierung und Intensivierung der Regeln bezüglich des Umgangs der Finanzdienstleistungsunternehmen mit ihren Kunden, den Finanzdienstleistungsempfängern, vorgezeichnet.

## § 2 FINANZDIENSTLEISTUNGEN: WIRTSCHAFTLICHE FUNKTIONEN UND REGULIERUNG

Eine Untersuchung gesetzlicher Verhaltenspflichten im Rahmen von Finanzdienstleistungsgeschäften bedarf zunächst der Erläuterung des Begriffs der Finanzdienstleistung. Des Weiteren ermöglicht die Darstellung der wirtschaftlichen Funktionen von Finanzintermediären eine erste Einschätzung der das Rechtsverhältnis zwischen Intermediär und Kunden prägenden Faktoren. Darauf aufbauend werden die Wohlverhaltensregeln durch die Beschreibung und wirtschaftliche Begründung der essentiellen Regulierungsziele im Finanzdienstleistungsbereich in das Regulierungssystem eingebettet.

### I. GESAMTWIRTSCHAFTLICHE FUNKTION

#### 1. BEGRIFFSDEFINITION FINANZDIENSTLEISTUNGEN

Der Begriff der Finanzdienstleistungen als Zusammenschluss der drei Segmente Bankgeschäft, Wertpapierhandel und Versicherungsgeschäft stammt aus dem angloamerikanischen Rechtsraum.<sup>98</sup> Terminologie und Einteilung sind inzwischen auch im Europarecht verankert.<sup>99</sup> Demnach beinhaltet das europäische Finanzdienstleistungsrecht alle Rechtsbeziehungen zwischen Kunden und Anbietern, die Geldanlage, Kredit, Zahlungsverkehr und Risikoversicherung betreffen.<sup>100</sup>

Die deutsche Rechtssprache weicht von dieser international gebräuchlichen Definition unverständlichlicherweise ab. Zum einen verwendet das deutsche Aufsichtsrecht in § 1 Abs. 1 a KWG den Begriff der „Finanzdienstleistungsinstitute“ negativ unter Ausschluss von Banken oder Versicherungen. Dies widerspricht schon der Selbsteinschätzung vieler deutscher Bank- und Versicherungsinstitute, die sich in der Werbung als „Finanzdienstleistungsinstitute“ bezeichnen.

<sup>98</sup> Z.B. DALE/WOLFE, JFRC 1998, S. 327f.; DALHUISEN, EBLR 1999, S. 159; DASSESSE, BJIBFL 2001, S. 473.

<sup>99</sup> Erstmals ausdrücklich als negatives Ausschlusskriterium vgl. Art. 3 Abs. 1 SpStr.1 und Anhang II der RL 97/3/EG vom 20.05.1997 „Verbraucherschutz bei Vertragsabschlüssen im Fernabsatz“, ABl. EG 1997, L 144/19; nun auch positiv in RL 2002/65/EG vom 23.09.2002 über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an den Verbraucher und zur Änderung der RL 90/619/EWG des Rates und der RL 97/7/EG und 98/27/EG, ABl. EG 2002, L 27/16.

<sup>100</sup> REIFNER in GRUNDMANN (SYSTEMBILDUNG), S. 577, 579.

## 1. Teil: Einordnung und Systematik

Hinzu kommt, dass in Deutschland und weiten Teilen Europas das Wertpapiergeschäft zum großen Teil von Banken betrieben wird.<sup>101</sup> Daher wird bisweilen die Wertpapierdienstleistungsbranche unter den Oberbegriff Banken subsumiert.<sup>102</sup> Diese Zusammenfassung, die natürlich den Vorteil hat, dass sie die historischen und heute noch aktuellen Gegebenheiten in Europa widerspiegelt und so für jedermann auf den ersten Blick einleuchtend erscheint, verkennt allerdings zum einen das signifikante Wachstum eigenständiger Wertpapierhäuser ohne banktypisches Einlagen- und Kreditgeschäft (Beispiel: Internetbroker) in den letzten Jahren<sup>103</sup> und lässt insbesondere die grundsätzlich unterschiedlichen Funktionen von Bankgeschäft und Wertpapiergeschäft unberücksichtigt.<sup>104</sup> Im Folgenden wird daher die traditionelle Einteilung in die drei Bereiche Bankgeschäft (Einlagen- und Kreditgeschäft – *commercial banking*), Wertpapiergeschäft (*investment banking*) und Versicherungsgeschäft zu Grunde gelegt.<sup>105</sup> Dabei soll nicht unerwähnt bleiben, dass insbesondere in den letzten Jahren mit den erweiterten Informationsmöglichkeiten durch neue Medien andersartige Typen von Finanzdienstleistern wie Analysten, Börseninformationsdienste, etc. entstanden sind, die sich zwar nicht in die alten Schemata einordnen lassen, aber trotzdem Gegenstand von Regulierungsmaßnahmen sind oder in der Zukunft sein können.<sup>106</sup>

Finanzdienstleister sind nach der international gebräuchlichen Einteilung demnach Unternehmen, die Dienstleistungen im Zusammenhang mit der Transformation, Anlage und Aufnahme von Geld anbieten.<sup>107</sup> Die Tätigkeit von Finanzdienstleistern besteht im weitesten Sinne in der Wahrnehmung der Vermögensinteressen ihrer Kunden.<sup>108</sup>

## 2. FINANZINTERMEDIATION IM ENGEREN UND WEITEREN SINN

Für ein Verständnis der Funktionen der Finanzdienstleister im Gefüge der Volkswirtschaft gibt die bloße rechtliche Einteilung indes keinen rechten Aufschluss, so dass ein Blick auf die Erkenntnisse der ökonomischen Lehre notwendig erscheint. Diese unterteilt die auf den

---

<sup>101</sup> Sogenanntes Universalbanksystem, im Gegensatz dazu das bis zur Aufhebung des Glass Steagall Act 1933 durch den Gramm Leach Bliley Act 1999 in den USA geltende Trennbanksystem, das es einer Bank verbietet, gleichzeitig *Investment Banking* (Wertpapierhandel) und *Commercial Banking* (Einlagen- und Kreditgeschäft) zu betreiben; dazu ausführlich HOFFMANN, WM 2000, S. 1773ff.; O'NEAL, Sec.Reg.LJ 2000, S. 95ff.

<sup>102</sup> Ohne weitere Begründung STEPHAN, passim, insbesondere S. 3ff., der nicht zwischen Banken und Wertpapierhandel unterscheidet; PFEIFFER, passim, vgl. schon den Titel der Arbeit; anders KÜMPEL (BANKRECHT), S. 277, sowie Inhaltsverzeichnis S. XI, XIII, der klar zwischen kommerziellen Bankgeschäften (*commercial banking*) und Kapitalmarktrecht (*investment banking*) unterscheidet.

<sup>103</sup> Mit ähnlicher Argumentation REIFNER in GRUNDMANN (SYSTEMBILDUNG), S. 577, 578.

<sup>104</sup> Vgl. gleich unten § 2 I. 2.

<sup>105</sup> Der Begriff „Bankgeschäft“ soll sich im Folgenden also nur auf das kommerzielle Bankgeschäft (Einlagen- und Kreditgeschäft) beziehen.

<sup>106</sup> Vgl. zur Regulierung des Analystenverhaltens in Deutschland die jüngst durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz (4. FMFG) im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) verankerten Regeln des § 34b und der vorausgehende, gescheiterte Versuch der Selbstregulierung durch einen „Kodex für Kapitalmarktkommunikation“, der von GERKE/VON ROSEN vorgelegt wurde; ausführlich zum neuen § 34b WpHG siehe MEYER, AG 2003, S. 610ff., SCHLÖBER, BKR 2003, S. 404, 405ff., VON KOPP-COLOMB, WM 2003, S. 609ff. und PFÜLLER/WAGNER, WM 2004, S. 253ff. Letztere gehen auch kurz auf die entsprechenden Regeln in den USA und Großbritannien ein (S. 256f.). Im Speziellen öffentliche Auftritte von Analysten betreffend siehe GÖRES, ZBB 2004, S. 210ff.

<sup>107</sup> So auch LANGE, S. 38.

<sup>108</sup> Für den Versicherungsvertrag ist die Geschäftsbesorgungsnatur in Deutschland streitig, vgl. zum Meinungsstand SCHWINTOWSKI, JZ 1996, S. 702, 703, der jedenfalls die Versicherungsberatung als Element der Geschäftsbesorgung ansieht.

Finanzmärkten agierenden Dienstleister anhand ihrer Funktionen in Finanzintermediäre im engeren und weiteren Sinne.<sup>109</sup>

### a) *ORIGINÄRE FINANZINTERMEDIATION*

Finanzintermediäre im engeren Sinne – zuweilen auch originäre Finanzdienstleister genannt<sup>110</sup> – sind solche Institutionen, deren primäre Geschäftstätigkeit darauf gerichtet ist, einen Ausgleich zwischen Anlagebedarf und Finanzierungsbedarf der Marktteilnehmer – Kapitalgeber und Kapitalnehmer – herbeizuführen.<sup>111</sup> Sie nehmen Kapital von Investoren entgegen, transformieren es in Finanztitel (z.B. Anlage oder Kredit) an und bieten diese Geldnehmern an (*asset transformation*). Dieser Definition entsprechen u.a. Kreditinstitute, Bausparkassen, Kapitalanlagegesellschaften und Versicherungen. Originäre Finanzdienstleister sind grundsätzlich intensiver staatlicher Regulierung und Aufsicht unterworfen.<sup>112</sup>

### b) *DERIVATIVE FINANZINTERMEDIATION*

Finanzintermediäre im weiteren Sinne – auch mit dem Begriff derivative Finanzdienstleister oder -intermediäre umschrieben – sind Unternehmen, die den unmittelbaren Abschluss von Finanzkontrakten ermöglichen, ohne selbst Partner eines solchen Vertrags zu werden (*brokerage activities*).<sup>113</sup> Dabei verdienen diese derivativen Finanzintermediäre mittels Provisionszahlungen an den durch sie zustande gekommenen Finanzgeschäften. Im nichtwirtschaftlichen bzw. alltäglichen Sprachgebrauch wird eher diese zweite Gruppe mit dem Begriff des Finanzintermediärs in Verbindung gebracht, weil nur derivative Finanzdienstleister wie Versicherungsvermittler oder Effektenhändler offenkundig vermittelnd tätig sind. Solche Vermittlungstätigkeiten durch *agents* oder *brokers* sind zumindest in Deutschland bis vor kurzem kaum staatlichen Regulierungs- und Aufsichtsmaßnahmen ausgesetzt gewesen; erst seit 1994 unterstehen Wertpapierhändler der Aufsicht<sup>114</sup>, während Versicherungsvermittler bis heute unreglementiert geblieben sind.<sup>115</sup>

Wichtig ist gerade für die Beurteilung der Verhaltenspflichten von derivativen Finanzdienstleistern das Verhältnis zu den „Produzenten“ des Finanzinstruments. Dabei sind grundsätzlich drei Typen derivativer Finanzdienstleister zu unterscheiden: Zum einen gibt es unabhängige Vermittler, die ungebunden alle möglichen Finanzprodukte anbieten. Zum anderen kann ein derivativer Finanzintermediär wirtschaftlich oder vertraglich an einen oder mehrere „Produzenten“ von Finanzinstrumenten gebunden sein, nur dessen Finanzprodukte vermitteln und mithin im Lager eines originären Finanzintermediärs stehen. Solche

---

<sup>109</sup> DINAUER, S. 6; BITZ, S. 12ff.

<sup>110</sup> WENTLANDT, S. 25ff.

<sup>111</sup> DINAUER, S. 6.

<sup>112</sup> Dazu mehr siehe § 2 II.

<sup>113</sup> BITZ, WiSt 1989, S. 431f.

<sup>114</sup> Mit der Einführung des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) in Umsetzung der europarechtlichen ISD.

<sup>115</sup> Der quasi regulierungsfreie Raum, in dem Versicherungsvermittler in Deutschland immer noch agieren, ist innerhalb der Europäischen Union einzigartig – siehe dazu die umfassende, wenngleich veraltete Studie zu den für Versicherungsvermittler geltenden Regeln in einzelnen EU-Staaten von DEVINE. Dieser Zustand wird allenthalben beklagt, aber trotz vielfacher Anregungen von wissenschaftlicher Seite als auch eines Gesetzesvorschlages des Bundesrates im Jahre 1998 noch nicht behoben worden – vgl. nur ABRAMS, VersR 1998, S. 551ff. Eine Angleichung an diesbezüglich übliche europäische Standards wie Zulassungs-, Qualifikations- oder Berufsausübungsregeln wird daher erst mit der Umsetzung der IMD in das deutsche Recht erfolgen, zur IMD siehe ausführlich § 12 II. 2. b) (ii), zur Umsetzung in das deutsche Recht: MÜLLER, ZfV 2003, S. 98ff.; ders. ZfV 2003, S. 687ff.; REIFF, ZfV 2003, S. 689ff.; ders., VersR 2004, S. 142ff.; NIEDERLEITHINGER, ZfV 2004, S. 316ff.; WERBER, ZfV 2004, S. 419ff.

## 1. Teil: Einordnung und Systematik

Bindungen sind gerade im Kleinkundenbereich und dort besonders bei der Vermittlung von Investment- oder Pensionsfonds-Anteilen sowie Versicherungen weit verbreitet. Zwischen diesen beiden Gruppen stehen die derivativen Finanzintermediäre, die zwar im besonderen Finanzprodukte von Unternehmen vermitteln, mit denen sie wirtschaftlich verbunden sind oder an denen sie wirtschaftliche Interessen haben, die aber daneben auch andere Produkte unabhängig vermitteln. Dies ist häufig bei Wertpapiergeschäften der Fall, wenn Banken Finanzprodukte vertreiben, deren Emittenten Aktiengesellschaften sind, mit denen sie verflochten sind.<sup>116</sup>

### *c) REINE INFORMATIONSDIENSTLEISTER*

Reine Informationsdienstleister, die wie Anlage- oder Versicherungsberater individuelle Beratung erbringen oder wie Börseninformationsdienste, Rating-Agenturen, Börsenzeitschriften und Analystenberichte lediglich allgemeine Empfehlungen abgeben, werden zwar auch als Finanzintermediäre angesehen<sup>117</sup>, ermöglichen aber grundsätzlich nicht den unmittelbaren Abschluss von Finanzkontrakten, sondern geben lediglich Informationen über Finanzprodukte und deren vermeintliche Qualität oder Güte. Einnahmen werden nicht durch Provisionszahlungen, sondern durch den Verkauf von Informationen generiert. Aufgrund der fehlenden Transaktionskomponente sollen reine Informationsdienstleister im Folgenden nicht Gegenstand der Betrachtungen sein. Diese sollen sich auf das Verhältnis von Finanzintermediär und Kunde beim Vertrieb von Finanzprodukten beschränken.<sup>118</sup>

### *d) UNBRAUCHBARKEIT DER INSTITUTIONELLEN BEZEICHNUNGEN*

Derivative oder originäre Finanzdienstleistungen machen weder an den Sektorengrenzen noch an institutionellen Bezeichnungen halt. Im Rahmen von Wertpapierdienstleistungen beispielsweise sind beide Spielarten der Finanzdienstleistung möglich. Der Wertpapierhandel im eigentlichen Sinne ist geprägt von Vermittlungsdiensten derivativer Natur; das liegt daran, dass der größte Teil des Wertpapiergeschäfts an den Börsen gehandelt wird, zu denen nur bestimmte Personen zugelassen werden, so dass Kleinanleger zur Inanspruchnahme eines Vermittlers gezwungen sind: Effektenhändler vermitteln die zuvor auf dem Primärmarkt bereits emittierten Finanzprodukte wie z.B. Aktien auf dem Sekundärmarkt und nehmen so eine reine Mittlerfunktion zwischen Käufer und Verkäufer ein. Kapitalanlagegesellschaften hingegen können neben dem Rückgriff auf derivative Vermittler wie Banken oder Versicherungsgesellschaften ihr eigenes, maßgeschneidertes Produkt – den Fonds – auch als originäre Finanzdienstleister direkt an den Kunden bringen; sie erfüllen aber auch selbst derivative Funktionen, da sie gleichzeitig den Fondsinhalt – d.h. die Gesamtheit der darin enthaltenen einzelnen Anlagepapiere – vermitteln.

Im Versicherungsbereich kann man Versicherungen sowohl direkt von der Versicherungsgesellschaft beziehen als auch entweder von einem mit dieser verbundenen Vertreter oder einem unabhängigen Versicherungsmakler vermittelt bekommen. Die Dienstleistung der Versicherung im ersten Fall ist originärer Natur, Vertreter und Makler sind hingegen derivativ tätig.

Desgleichen erbringen von der Natur ihres Kerngeschäfts her originäre Finanzdienstleister wie Banken oder Versicherungen vielfach derivative Finanzdienstleistungen, z.B. wenn sie nicht von ihnen selbst herausgegebene Finanzinstrumente vermitteln. So wird in Deutschland der Effektenhandel und die Anlage in Investmentfonds zum größten Teil von Banken

---

<sup>116</sup> Ausführlich dazu siehe § 5

<sup>117</sup> DINAUER, S. 7; GRUNDMANN/KERBER in GRUNDMANN (PARTY AUTONOMY), S. 264, 268f.

<sup>118</sup> Auch wenn bestimmte Maßregeln auch für reine Informationsdienstleister gerade nach den jüngsten Erfahrungen mit den durch Analysten maßgeblich geschürten und völlig überzogenen Gewinnerwartungen während der *new economy bubble* notwendig sind.



abgewickelt; bei der Vermittlung von Anteilen an Investmentfonds spielen auch Versicherungsgesellschaften eine nicht unerhebliche Rolle.<sup>119</sup>

Es kommt also maßgeblich darauf an, welche Funktion ein Finanzdienstleistungsunternehmen im Rahmen einer bestimmten Transaktion ausfüllt und weniger auf die institutionelle Bezeichnung, um zu bestimmen, welche Art von Finanzdienstleistung gerade erbracht wird.

### 3. WIRTSCHAFTLICHER NUTZEN DURCH TRANSFORMATIONSLEISTUNGEN

In einem Aufsatz, der weite Beachtung gefunden hat, beschreibt CLARK den Kapitalismus in vier Stufen, die die sukzessive Aufspaltung und Professionalisierung des Geschäftslebens theoretisch nachvollziehen.<sup>120</sup> Die dritte Stufe, in der sich die Weltwirtschaft zur Zeit befindet, nennt er „*the age of financial intermediaries*“.<sup>121</sup> Kennzeichen dieser Stufe sei das Auseinanderfallen von Kapitalgeber und der Investitionsentscheidung zur Kapitalanlage. Der Effizienzvorteil der zunehmenden Einschaltung von Finanzintermediären bestehe dabei darin, dass diese die Kapitalgeber davon befreie, alles über die Vorzüge einer bestimmten Kapitalanlage wissen zu müssen.<sup>122</sup> Die Investitionsentscheidung wird entweder direkt von Finanzintermediären getroffen (so z.B. bei Kapitalanlagen in Investment- oder Pensionsfonds) oder durch Informationsbereitstellung über die zur Auswahl stehenden Kapitalanlagen zumindest von diesen „vorbereitet“. Der wirtschaftliche Nutzen von Finanzintermediären ist in der heutigen ausdifferenzierten und auf immer detaillierterer Professionalisierung beruhenden Wirtschaftswelt immens:

Finanzintermediäre erbringen Transformationsleistungen, durch die die Probleme des Ausgleichs von Anlage- und Finanzierungsbedarf reduziert werden und damit das für Investitionen zur Verfügung stehende Kapital dem optimalen ökonomischen Zweck zugeführt wird.<sup>123</sup> Ein Ausgleich zwischen den Marktteilnehmern durch Finanzintermediäre im engeren Sinn ist notwendig, weil Kapitalgeber und -nehmer bezüglich Höhe („Losgrößentransformation“), Dauer („Fristentransformation“) und Risiken („Risikotransformation“) eines Kapitaltransfers häufig nicht direkt miteinander zu vereinbarende Vorstellungen haben. Für das Bankgeschäft ist Fristentransformation durch Übertragung kürzerer Einlagefristen in längere Kreditfristen typisch, während die Risikotransformation die das Versicherungsgeschäft kennzeichnende Transformationsleistung ist.<sup>124</sup>

Eine vierte Transformationsleistung, die Informations(bedarfs)transformation, die von originären wie derivativen Finanzintermediären geleistet wird, spielt für die Investitionsentscheidung und die daran anschließende Kontrolle der Geschäftsbeziehung eine herausragende Rolle.

In einer Welt des perfekten Marktgleichgewichts, wie sie in der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie zur Untersuchung von Marktstörungen fingiert wird, würde man davon ausgehen, dass Kunden von Finanzdienstleistungen zuverlässige und vollständige Informationen über die für das Produkt maßgeblichen Faktoren wie Eigenschaften oder Qualität besitzen und daher rational über ihre Handlungen und Transaktionen im Zusammenhang mit Kapitalnachfrage und -anlage entscheiden. Unter diesem Modell der vollständigen Markttransparenz müssten die Anleger/Verbraucher nicht nur über die Bedingungen der angebotenen Finanzprodukte wie Verzinsung, Rendite, Risiken, Liquidität, Laufzeit,

---

<sup>119</sup> Dazu mehr siehe § 4 I. 1. c) .

<sup>120</sup> Harv. L. Rev. 1981, S. 561ff.

<sup>121</sup> CLARK, *ibid.*, S. 564.

<sup>122</sup> CLARK, *ibid.*, S. 571.

<sup>123</sup> Dazu BITZ, WiSt 1989, S. 430; HERZ in OBERENDER, S. 111f.

<sup>124</sup> BÄNZ, S. 14; BOCK, S. 93.

## 1. Teil: Einordnung und Systematik

steuerliche Behandlung usw. vollständig informiert sein, sondern auch in der Lage sein, die unterschiedlichen Finanzprodukte uneingeschränkt miteinander zu vergleichen und eigenständig zu einer Einschätzung zu kommen, welches Produkt den eigenen Bedürfnissen am ehesten entspricht.

In der Realität hingegen vermag kaum ein Kunde von Finanzdienstleistungen die komplexen Funktionsmechanismen und vielschichtigen ökonomischen Zusammenhänge der Finanzmärkte richtig einzuschätzen. Die angebotenen Produkte weisen häufig eine sehr komplizierte, nur schwer verständliche Struktur auf. Gerade Kapitalanlagen, die wie beispielsweise Derivatgeschäfte überdurchschnittlich ertragreich sein können, verlangen aufgrund des ebenso überdurchschnittlichen Verlustrisikos besondere Fachkenntnisse, die der normale Privatkunde von Finanzdienstleistungsunternehmen regelmäßig - und selbst der Großinvestor vielfach - nicht hat.

Das Verhältnis von Kapitalgeber und -nehmer auf den Finanzmärkten ist daher durch ein zwar je nach Kapitalgeber und Art des Finanzprodukts variierendes, nichtsdestoweniger aber meist vorhandenes Informationsgefälle zulasten des Kapitalgebers geprägt. Dieser ist im Regelfall nicht ausreichend über die Bonität eines Geldnehmers bzw. die Qualität einer Anlagemöglichkeit informiert. Von Ökonomen wird dieses Ungleichgewicht als strukturelle oder auch typische Informationsasymmetrie bezeichnet.<sup>125</sup>

Die für die Reduzierung dieser Asymmetrie notwendigen Transaktionskosten (Such-, Bewertungs-, Überwachungs- und Verhandlungskosten) können durch Zwischenschaltung eines derivativen Finanzintermediärs (*agent*) gebündelt und dadurch gesenkt werden. Derivative Finanzintermediation kann demnach zwei Marktunzulänglichkeiten (*market imperfections*) abmildern: Zum einen können die Intermediäre durch Ausnutzen von Skaleneffekten (*economies of scale*) die Transaktionskosten reduzieren, dies dient der operationellen Effizienz der Finanzmärkte, da die Volkswirtschaft als Ganzes einen Wohlfahrtsgewinn verzeichnen kann. Zentrales Element der Informationstransformation ist aber, dass derivative Finanzintermediäre zu einer symmetrischeren Verteilung der Information beitragen, was die allokative Effizienz der Finanzmärkte stärkt, da die Information die Kapitalgeber befähigt, das Kapital dort einzusetzen, wo es am meisten Nutzen bringt.<sup>126</sup>

Aus der Informationsbündelung beim Finanzintermediär entsteht gegenüber dem Kapitalgeber (*principal*) allerdings wiederum ein möglicherweise noch problematischeres Informationsgefälle (*principal-agent problem*).<sup>127</sup>

### 4. ZUNAHME DER DERIVATIVEN INTERMEDIATION UND DES DIREKTVERTRIEBS

In den letzten Jahren hat die derivative Intermediation gegenüber der originären immer mehr an Gewicht gewonnen. Aufgrund von Deregulierungsmaßnahmen sowie der Entwicklung neuer Finanzierungsinstrumente haben Kapitalnehmer immer mehr Möglichkeiten, direkt am Kapitalmarkt ihre Finanzierungsbedürfnisse zu befriedigen. Diese auch als *securitization*<sup>128</sup> bezeichnete Entwicklung, beschreibt demnach die zunehmende Direktfinanzierung am

---

<sup>125</sup> Grundlegend: AKERLOF, Quarterly Journal of Economics, 1970, S. 488, 495; für den Finanzdienstleistungssektor siehe HUBBARD, S. 248; für das Versicherungsgeschäft im speziellen beispielsweise TRAUB, ZVersW 1994, S. 369, 370; FINSINGER/ HAMMOND/TAPP, S. 30; MEYER in BASEDOW (LEBENSVERSICHERUNG), S. 157, 180f.

<sup>126</sup> SCHOLTENS, KuK 1993, S. 120; dazu siehe ausführlich § 2 II. 3. a) .

<sup>127</sup> Dazu mehr § 2 II. 3.

<sup>128</sup> Neben *securitization* wird bisweilen auch das negative Pendant *Disintermediation* verwendet (GERKE/PFEUFER, S. 734). Dies mutet allerdings terminologisch etwas ungenau an, handelt es sich doch lediglich um eine Umschichtung von originärer zu derivativer Intermediationstätigkeit.

Kapitalmarkt ohne Rückgriff auf Bankkredite o.ä.<sup>129</sup> Die Kapitalumwandlungsfunktion des originären Finanzintermediärs entfällt, gleichzeitig bedürfen Kapitalgeber und -nehmer aber zunehmend der Vermittlung, um zueinander zu finden. Außerdem haben Kapitalgeber bei solchen Direktfinanzierungen Bedarf an verlässlichen Informationen, mithin einer Verringerung der Informationsasymmetrie. Beides lässt die Nachfrage für derivative Intermediationsaktivitäten ansteigen. Auf einen Nenner gebracht bedingt die *securitization* demnach eine zunehmende Nachfrage an Vermittlungsdienstleistungen durch derivative Finanzdienstleister. Diese sind gerade für Privatkunden ungemein wichtig: Auf Finanzmärkten, die von einer schwer überschaubaren Vielfalt von rechtlich und wirtschaftlich komplexen Produkten gekennzeichnet sind, reicht es zur Sicherstellung der privatautonomen Entscheidungsfähigkeit des durchschnittlichen Kunden nicht aus, die Informationsasymmetrie lediglich durch Informationen aus der Emittenten- und Anbietersphäre zu mildern. Erforderlich ist daher in vielen Fällen ein unabhängiger, den Kundeninteressen verpflichteter Sachverständiger, der ihm bei der Formulierung seiner Ziele und bei seiner Entscheidung als Ratgeber zur Seite steht.<sup>130</sup>

Des Weiteren ist durch die moderne Kommunikationstechnologie auch den Produzenten von Finanzprodukten die Möglichkeit gegeben, auf direktem Wege mit potentiellen Kunden in Kontakt zu treten. Im Wertpapierbereich aufkommende Alternative Handelsplattformen (*alternative trading systems* – ATS) etwa oder der direkte Verkauf von Pensions- und Investmentfondsanteilen oder Versicherungen durch Kapitalanlagegesellschaften oder Versicherungen über das Internet ohne Umweg über einen derivativen Finanzintermediär als Vermittler lassen den Direktvertrieb mittelfristig zu einer Konkurrenz zur Vermittlung durch derivative Finanzintermediäre erscheinen. Der Informationsbedarf der Verbraucher über Qualität und Güte eines Finanzprodukts wird sich dann mittels der bei reinen Informationsintermediären erhältlichen Informationen decken lassen.

### 5. ERGEBNIS

Die Finanzdienstleistungsindustrie leistet durch verschiedene Arten von Transformationsleistungen einen wichtigen Beitrag zur Stabilität des gesamtwirtschaftlichen Systems. Aufgrund der Entwicklung der Kapitalmärkte und moderner Kommunikationstechnologie steigt dabei die Bedeutung von Direktvertrieb und derivativer Intermediation zu Lasten der originären Intermediation, bei der die Transformation des Kapitals im Vordergrund steht.

Im Mittelpunkt der Untersuchung werden derivative Finanzintermediationsleistungen stehen, bei denen Finanzinstrumente lediglich vermittelt werden und eine Kapitaltransformation nicht stattfindet. Dabei wird jeweils unterschieden werden müssen zwischen *tied agents* und unabhängigen Maklern, die in der Auswahl der von ihnen vermittelten Finanzinstrumente nicht an originäre Finanzdienstleister oder Emittenten von Kapitalanlagen gebunden sind. Aber auch originäre Finanzintermediäre werden betrachtet werden, sofern sie Finanzdienstleistungen direkt an den Verbraucher vertreiben, weil sie dann ähnliche Funktionen erfüllen wie die derivativen Intermediäre.

## II. REGULIERUNG UND AUFSICHT IM FINANZDIENSTLEISTUNGSSEKTOR

---

<sup>129</sup> GERKE/PFEUFER, S. 734.

<sup>130</sup> HAGHOFER/MAYER, ÖBA 1997, S. 583, 591.

In den meisten Ländern gehört der Finanzsektor zu den am stärksten regulierten und einer Überwachung unterliegenden Wirtschaftsbereichen. Als Regulierungsaktivität (*regulation*) ist jedes durch den Einsatz bindender staatlicher Autorität geprägte Vorgehen anzusehen, das Abläufe und Ergebnisse des ungeregelten Marktes verändert<sup>131</sup>, mithin auch Rechtsregeln, die in die Privatautonomie zwischen Rechtssubjekten in einem zivilrechtlichen Verhältnis eingreifen oder strafrechtliche Bestimmungen.<sup>132</sup> In einer engeren Auslegung, bisweilen auch mit dem Begriff Aufsicht (*supervision*) belegt, soll damit nur die – im Regelfall staatliche, d.h. öffentlich-rechtliche, bisweilen auch in der Form der Selbstverwaltung erfolgende<sup>133</sup> – Kontrolle der regulatorischen Normen durch Aufsichtsinstitute gemeint sein.<sup>134</sup> Wegen der besonderen Risiken ist ein Großteil der Regulierung des Finanzsektors präventiver Natur und damit traditionell von Aufsichtstätigkeit (mittels Zulassungsbeschränkungen, Produktgestaltungsregeln sowie Überwachung und Durchsetzung der Marktausübungsregeln) dominiert.

Die Ziele von Regulierung und Aufsicht im Finanzdienstleistungssektor allgemein sowie die besonderen regulatorischen Anforderungen der einzelnen Branchen müssen eine staatliche Intervention in den freien Wettbewerb jedoch rechtfertigen. Meist wird die Notwendigkeit der Regulierung mit den wichtigen Funktionen begründet, die das Finanzsystem und die Finanzdienstleistungen für die Wirtschaft erfüllen, d.h. die Erklärung ergibt sich aus wirtschaftlichen Erwägungen.<sup>135</sup> Zum anderen ist – gerade in kontinentaleuropäischen Ländern – eine weitere Begründung für die Regulierung angeführt worden, die nicht an die Funktionstüchtigkeit des Finanzmarktes, sondern unabhängig davon an den Schutz der Verbraucher als der schwächeren und daher per se schutzwürdigen Partei anknüpft. Im angloamerikanischen Sprachgebrauch hat sich dafür der Begriff Bevormundung (*paternalism*) eingebürgert.<sup>136</sup> In diesem Rahmen soll näher zunächst nur der wirtschaftlich begründbaren Funktion der Regulierung von Finanzdienstleistungen nachgegangen werden, da eine rein paternalistische oder sozialschützende Regulierung auf wissenschaftlich begrenzt nachprüfbar ideologischen Erwägungen beruht.<sup>137</sup>

### 1. ÖKONOMISCHE RAISON D'ÊTRE

Nur durch ein stabiles System der Finanzintermediation wird die effiziente und ökonomisch sinnvolle Allokation von Ressourcen und damit das Funktionieren der Marktwirtschaft insgesamt sichergestellt. Finanzintermediäre reduzieren durch ihre Transformationsleistungen Kosten und Risiken von Investitionen, Herstellung und Handel von Waren und Dienstleistungen und ermöglichen Unternehmen und Privathaushalten durch das Angebot

---

<sup>131</sup> WOOD, JFRC 2001, S. 350, 351; ähnlich beschreibt GEORGE STIGLER in „*The citizen and the state*“ Regulierung als jede Politik, die durch die Betätigung einer irgendwie gearteten Staatsgewalt Marktveränderungen hervorruft.

<sup>132</sup> Für die amerikanische Versicherungsregulierung beispielsweise NEEB, S. 8f. m.w.N.

<sup>133</sup> Dazu mehr siehe § 8 I.

<sup>134</sup> Im Sprachgebrauch wird besonders im englischen Raum häufig die engere Begriffsdefinition verwendet – dazu siehe ausführlich OGUS, S. 1ff.; die Rede ist dann beispielsweise von Regulierungsbehörden (*regulatory authorities*) oder Regulierungsaktivität (*regulatory activities*).

<sup>135</sup> Dazu ausführlich siehe gleich unten.

<sup>136</sup> PAGE/FERGUSON, S. 35; schon der kaum positiv belegte Begriff sagt einiges über die Wertschätzung aus, die den darauf basierenden Regulierungsinitiativen im anglo-amerikanischen Rechtsraum entgegengebracht wird. Siehe auch CARTWRIGHT in CARTWRIGHT, S. 12ff., der als weiteres *non-market* Ziel *distributive justice* nennt, was aber im Grunde nichts anderes meint, nämlich den Schutz der schwächeren Glieder der Gesellschaft (vor sich selbst).

<sup>137</sup> Vgl. CARTWRIGHT in CARTWRIGHT, a.a.O., S. 13; zum sozialschützenden Charakter der Wohlverhaltensregeln im speziellen siehe § 6 III.

verschiedener, auf den jeweiligen Bedarf zugeschnittener Finanzprodukte, wirtschaftliche Unwägbarkeiten zu meistern.<sup>138</sup> Ob dieses wichtigen Beitrags zum volkswirtschaftlichen Wohlergehen ist es nicht überraschend, dass die Stabilität des Finanzsystems als Angelegenheit öffentlichen Gemeinwohls angesehen wird. Um die Risiken für die Gesamtwirtschaft im Zusammenhang mit den von Finanzintermediären erbrachten Transformationsleistungen zu kontrollieren und Marktversagen zu verhindern, ist der Finanzdienstleistungssektor dementsprechend in nahezu allen Ländern Regulierung und Aufsicht unterworfen.<sup>139</sup>

Dabei steht die Regulierungstätigkeit unter dem ökonomischen Idealbild eines effizienten Finanzmarkts in einer wettbewerbsbestimmten Wirtschaft und ist somit von dem Willen getragen, maximale Sicherheit und Stabilität bei maximaler Freiheit zu ermöglichen. Die Einrichtung und Erhaltung dieses Gleichgewichts führt zwar zwangsläufig zur Einschränkung der Freiheit durch Regulierung. Die verschiedenen Möglichkeiten der Regulierung greifen in unterschiedlicher Intensität in diese Freiheit ein. Interne Selbstregulierung und -beschränkung der Märkte und Marktteilnehmer mag die Freiheit weniger einschränken als eine staatliche Aufsicht, aber Sicherheit nicht in ausreichendem Maße garantieren. Ebenso stellen Restitutionsmöglichkeiten beispielsweise durch besondere Vertragsrechtsregulierung weniger einschneidende Maßnahmen dar als eine substantiell in das operative Geschäft eingreifende Aufsichtsbehörde, sind aber als rein kurative Lösungen möglicherweise nicht geeignet, hinlänglich zur präventiven Problemvermeidung beizutragen.<sup>140</sup> Andererseits kann Regulierung als Eintrittsschranke für neue Wettbewerber und als Innovationshemmnis wirken und so für eine suboptimale Ressourcenallokation verantwortlich sein, weil aufgrund unflexibler Bestimmungen neuartige Produkte oder Wettbewerber nicht zugelassen werden, für die durchaus ein Bedarf vorhanden wäre.<sup>141</sup>

Zu beachten ist auch, dass die Kosten für die operative Arbeit von Regulierungsbehörden – obschon vielfach von den beaufsichtigten Unternehmen selbst übernommen – letzten Endes jedenfalls über höhere Kommissionen/Preise von den Kunden getragen werden. Die Kosten jedweder Art von Regulierung müssen daher stets mit in Betracht gezogen werden.<sup>142</sup> Aus diesen Gründen bedarf aus ökonomischer Sicht insbesondere Aufsichtsaktivität durch den Staat einer Rechtfertigung.<sup>143</sup> Wie bei anderen Regulierungsinstrumenten ist auch im Finanzdienstleistungsbereich grundsätzlich darauf zu achten, dass die gesamtwirtschaftlichen Vorteile der allokationseffizienteren Verteilung des Kapitals nicht von den aufgrund der Regulierung anfallenden Kosten bei Finanzdienstleistern oder Aufsichtsinstitutionen überstiegen werden.<sup>144</sup> Derartige *cost-benefit*-Analysen sind in vielen Bereichen der Wirtschaft ein etabliertes Werkzeug zur Feststellung der Notwendigkeit gesetzgeberischer

---

<sup>138</sup> HERRING/SANTOMERO, S. 2.

<sup>139</sup> Nach der die *theory of economic regulation* beherrschenden *public interest theory* wird Regulierung von Regierungen auf öffentlichen Druck hin eingeführt, um bestimmte kollektive Ziele zu erreichen, die im Bereich der Finanzdienstleistungen in der Korrektur von Marktungleichgewichten (*market failures*) wie Betrug, Monopolisierung oder exzessiver Informationsasymmetrien gesehen werden – AVGOULEAS, ICCLJ 2000, S. 89, 95; zur Gefahr der schleichenden Einflussnahme auf eine Aufsichtsinstitution durch die von ihr zu kontrollierende Branche (*regulatory capture*) sowie anderen Möglichkeiten regulatorischen Versagens (*regulatory failure*) siehe OGUS, S. 55ff. m.w.N.; als Beispiel siehe die Ausführungen zu Großbritannien unter § 11 I. 1. b) (ii).

<sup>140</sup> Zum Verhältnis zwischen Aufsichts- und Privatrecht speziell bei den Verhaltenspflichten siehe § 8 II.

<sup>141</sup> WOOD, JFRC 2001, S. 350.

<sup>142</sup> COX, BJIBFL 1994, S. 172 („*the true cost of compliance*“).

<sup>143</sup> BASÁÑEZ/CORTÉS in ARGANDOÑA, S. 29; CARTWRIGHT in CARTWRIGHT, S. 7f.

<sup>144</sup> Siehe auch ARENDTS, Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler 1995, S. 165, 169f.

Initiativen. Im gesetzgeberisch intensiv bedachten Bereich der Finanzdienstleistungen sind solche Analysen überraschenderweise bisher wenig angewendet worden.<sup>145</sup>

Einige marktradikale Ökonomen sehen die regulatorische Sonderbehandlung von Finanzdienstleistungen in aller Welt als unsinnig an und meinen, dass Finanzdienstleistungen grundsätzlich keiner über andere Dienstleistungsarten hinausgehenden Aufsicht und Regulierung bedürfen.<sup>146</sup> Eine eingehendere Darstellung dieser Kritik unterbleibt an dieser Stelle mit dem Hinweis, dass unabhängig von der hier nicht zu beurteilenden ökonomischen Validität der Argumentation die gesonderte und intensive Regulierung des Finanzdienstleistungssektors in aller Welt juristische Realität ist.

Je nach Betrachtungsweise sind verschiedene Terminologien der Regulierungstätigkeit zu verzeichnen, die durch gegensätzliche Alternativmodelle gekennzeichnet sind: Entsprechend der Zielsetzung steht die systemische der nichtsystemischen, bezüglich der Verbindung zwischen Regulierung und den Finanzdienstleistern die funktionale der institutionalen Regulierung, und hinsichtlich der Kapitelgeber die Regulierung „professioneller Kunden“ (*wholesale/professional*) derjenigen von „Privatkunden“ (*retail*) gegenüber.<sup>147</sup>

Unabhängig von der Nützlichkeit der unterschiedlichen Bezeichnungen und Einteilungen erschließt sich die ökonomische Begründung für die Notwendigkeit der Regulierung im Finanzdienstleistungsbereich am eingängigsten mittels des erstgenannten Modells, da sich dort die beiden grundlegenden öffentlichen Belange, die Regulierung gemeinhin rechtfertigen sollen, widerspiegeln. Das wirtschaftspolitische Risiko soll durch Regeln des System- bzw. Funktionsschutzes<sup>148</sup>, gelegentlich auch Vertrauens- oder Rufschutz genannt (i.e. *systemic* oder *functional regulation*), minimiert werden. Mittels Vorschriften des Verbraucher- bzw. Anlegerschutzes, auch zusammenfassend Kundenschutz genannt (i.e. *non-systemic regulation*)<sup>149</sup>, werden vereinfacht dargestellt zwei Subziele verfolgt: Erstens kann dadurch die strukturelle Informationsasymmetrie zwischen Kapitalnehmern und Finanzintermediären auf der einen sowie Kapitalgebern auf der anderen Seite reduziert werden. Des Weiteren soll dadurch die Einhaltung der den Finanzdienstleistern obliegenden Interessenwahrungspflicht sichergestellt werden.

Schon die verschiedenen Zielsetzungen sind eng miteinander verbunden und überlappen sich in vielfältiger Weise<sup>150</sup>, so dass sich auch die entsprechenden Regulierungsmaßnahmen selten eindeutig einem Ziel zuzuordnen lassen. Vielmehr dient die Mehrzahl der regulatorischen Eingriffe – in unterschiedlicher Intensität – sowohl dem System- als auch dem Kundenschutz. Kunden- und Funktionsschutz sind somit zwei Seiten derselben Medaille.<sup>151</sup> Weitere zuweilen angeführte Regulierungsziele und -belange lassen sich jeweils einem der oben genannten, meist beiden gemeinsam zuordnen.<sup>152</sup> Die grundlegenden Zielsetzungen sind somit für alle

---

<sup>145</sup> ALFON/ANDREWS, S. 6ff.

<sup>146</sup> WOOD, JFRC 2001, 350ff.; BENSTON, passim, der lediglich gewisse Einlagesicherungsvorschriften für Banken und Versicherungen für volkswirtschaftlich erwiesenermaßen sinnvoll und notwendig hält und jedwede sonstige Aufsicht und Regulierung über Finanzdienstleistungen als unzulässige Marktbeeinträchtigung brandmarkt, die zu ökonomisch suboptimalen Ergebnissen führt.

<sup>147</sup> DALE/WOLFE, JFRC 1998, 336.

<sup>148</sup> Ausführlich siehe gleich § 2 II. 2.

<sup>149</sup> Dazu gleich siehe § 2 II. 3.

<sup>150</sup> In diesem Sinne auch WERLEN, ZSW 1995, S. 270, 274.

<sup>151</sup> So auch HOPT, ZHR 1995, S. 135, 139.

<sup>152</sup> Der britische Financial Services and Markets Act (FSMA) 2000 beispielsweise sieht als Regulierungsziele neben Funktionsschutz (Stärkung und Erhaltung des Vertrauens in den Finanzmarkt – *market confidence*) und Verbraucherschutz (*consumer protection*) die Heranführung der Öffentlichkeit an den Finanzmarkt (*public awareness*) und die Verringerung von Finanzverbrechen (*reduction of financial crime*) vor (vgl. s 2 (2) FSMA 2000). Sowohl *public awareness* als auch *reduction of financial crime* sind wohl eher funktionsschützende Ziele, da sie das Finanzsystem im allgemeinen betreffen und nicht individuelle *consumer*, haben aber natürlich auch Auswirkungen auf deren Schutz; Die IOSCO hat neben Anleger- und Systemschutz als dritte Zielsetzung die

Sektoren gleich. Aufgrund der verschiedenen Funktionen ergeben sich jedoch Unterschiede entsprechend des jeweiligen Sektors. Während die Bankregulierung und -aufsicht ganz besonders dem Systemschutz verpflichtet ist, liegt der Schwerpunkt der Wertpapier- und Versicherungsregulierung eher auf dem Anleger- bzw. Verbraucherschutz.<sup>153</sup>

## 2. SYSTEM- BZW. FUNKTIONSSCHUTZ

Der System- bzw. Funktionsschutz soll die Erhaltung der Funktionsfähigkeit des Finanzdienstleistungssektors garantieren (*macroprudential* oder *systemic regulation*). Vom staatlichen Ziel einer möglichst effektiven Geldpolitik (*macroeconomic regulation*), das im Regelfall der nationalen Zentralbank obliegt, ist der System- bzw. Funktionsschutz streng zu trennen.<sup>154</sup>

Die vorwiegend systemschützende Bankenregulierung ist in Deutschland, wie in vielen anderen Ländern, als Reaktion auf die Weltwirtschaftskrise Anfang der 30er Jahre des letzten Jahrhunderts<sup>155</sup> eingeführt worden und seit jeher in besonderem Maße dem Systemschutz verpflichtet: Banken sind aufgrund der Natur ihrer Geschäfte grundsätzlich potentiell illiquid, weil die Fristentransformation durch Übertragung kürzerer Einlagefristen in längere Kreditfristen untrennbar mit dem Risiko verbunden ist, dass die aktuellen Verbindlichkeiten die flüssigen Mittel übersteigen (*Geldanschlussrisiko*). Die Möglichkeit einer Insolvenz und den damit verbundenen Verlusten für Kapitalgeber unterscheidet den Banksektor jedoch nicht von anderen Geschäftsbereichen; eine besondere staatliche Regulierung sollte dies jedenfalls nicht rechtfertigen können. Bei Bankinsolvenzen besteht aber das zusätzliche sogenannte „systemische Risiko“.<sup>156</sup> Demzufolge kann eine Bankinsolvenz einen allgemeinen Vertrauensverlust der Kapitalgeber in die Bonität der gesamten Branche hervorrufen, der zu einem *run* auch auf andere, finanziell gesunde Banken führen kann und so aufgrund der für die Gesamtwirtschaft essentiellen Bankfunktionen - Zahlungsabwicklung, Kreditvergabe und Einlagegeschäft - die Stabilität des gesamten Bank- und Kreditsystems und in der Folge die gesamte Wirtschaft in Gefahr bringt. Des Weiteren kann ein insolventes Bankinstitut aufgrund der zahlreichen Inter-Banken-Kreditbeziehungen weitere Banken „infizieren“ und mittels Dominoeffekten ebenfalls in Zahlungsschwierigkeiten bringen.<sup>157</sup> Je globaler und verknüpfter die Finanzdienstleistungsbranche agiert, desto relevanter wird die Gefahr eines solchen Dominoeffekts auch für andere Finanzdienstleister.<sup>158</sup> Das zeigt sich naturgemäß gerade in Zeiten der Baisse, in der gerade gemeinhin als „sicher“ geltende Finanzdienstleistungsformen in die Schlagzeilen geraten sind. So mussten viele Lebensversicherungsunternehmen beispielsweise in Großbritannien oder Deutschland im Jahr 2002 ihre Renditeprognosen absenken; deutsche Lebensversicherer können eventuell nicht einmal mehr die gesetzliche Mindestrendite von 3,25% aufbringen.<sup>159</sup> Durch die Umschichtung ihres Anlageportfolios hin zu riskanteren Kapitalanlagen zu Zeiten des Aktienbooms Ende der neunziger Jahre sind auch viele Lebensversicherer von der sich anschließenden Baisse extrem getroffen worden. Die deutsche Versicherungswirtschaft ist daher zur Stabilisierung des Systems mit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

---

Erhaltung fairer, transparenter und effizienter Märkte (JOINT FORUM, Core Principles, S. 13), also ein Ziel, dessen Erreichung ebenfalls positiv sowohl auf den Anleger- als auch den Systemschutz auswirkt.

<sup>153</sup> RUDOLPH in KRÜMMEL, S. 355; JOINT FORUM, Core Principles, S. 13.

<sup>154</sup> BASÁÑEZ/CORTÉS in ARGANDOÑA, S. 48.

<sup>155</sup> Vgl. dazu ausführlich BOCK, S. 33.

<sup>156</sup> *Systemic risk*, vgl. dazu eingehend: HERRING/SANTOMERO, S. 4ff.; LLEWELLYN, S. 14ff.

<sup>157</sup> Sogenanntes *contagion*.

<sup>158</sup> LLEWELLYN, S. 20; GOODHART, S. 13.

<sup>159</sup> DIE WELT, 13.08.02, S. 17.

## 1. Teil: Einordnung und Systematik

(BaFin) übereingekommen, als Auffangnetz für in Schwierigkeiten geratene Lebensversicherer einen Sicherungspool einzurichten.<sup>160</sup>

Durch die regulatorische Sonderbehandlung des Finanzsektors soll also verhindert werden, dass durch den im normalen Spiel des freien Wettbewerbs gerechtfertigten Zusammenbruch insolventer Finanzinstitute Kettenreaktionen auf den Finanzmärkten ausgelöst werden, die auch prinzipiell solvente Institute erfassen und im schlimmsten Fall zu einer allgemeinen Wirtschaftskrise führen können.

Daneben besteht das allgemeine Ziel des System- bzw. Funktionsschutzes bei der Regulierung von Finanzdienstleistungen darin, das Finanzsystem als solches effizient zu erhalten. Wichtig ist dabei vor allem, das (langfristige) Vertrauen der Öffentlichkeit in die Stabilität und Integrität des Systems zu erhalten und zu festigen.<sup>161</sup>

Neben den auch dem System- bzw. Funktionsschutz verpflichteten allgemeinen Marktorganisationsregeln – im Wertpapierbereich namentlich das Börsenrecht – sind systemschützende Normen in der Regel unternehmensbezogen, knüpfen also an den Finanzintermediär als Institution an und werden daher auch als „institutionsbezogene Regulierung“ (*institutional regulation*) bezeichnet.<sup>162</sup> Dies gilt z.B. für die Regeln über Marktzutritt und Beschränkung der zugelassenen Aktivitäten (*authorisation, licensing*). Auch – nach britischer Diktion mit dem Oberbegriff *prudential regulation* umschriebene – unternehmensbezogene regulatorische Vorschriften, die die Solvenz und die finanzielle Stabilität von Finanzintermediären stärken sollen, sind primär dem System- bzw. Funktionsschutz verpflichtet. Zu nennen sind insbesondere Vorschriften über Eigenkapitalregulierung (*capital requirements*), über interne Organisation und Risikomanagement (*compliance und risk management rules*) oder die Aufsichtsregeln über die Einhaltung der Marktausübungsbedingungen durch die Aufsichtsbehörden (*on-going monitoring*).<sup>163</sup>

### 3. KUNDENSCHUTZ

Neben dem Systemschutz ist der Kundenschutz, vielfach Anleger- oder auch Verbraucherschutz genannt<sup>164</sup>, in den letzten Jahren immer mehr in den Vordergrund von Regulierung und öffentlicher Aufsicht über Finanzdienstleister getreten.<sup>165</sup> Dabei wird inzwischen gar die Meinung vertreten, diese Zielsetzung sei die „haltbarste“ Begründung für Regulierung und Aufsicht über Finanzdienstleistungen.<sup>166</sup>

---

<sup>160</sup> Anstelle des nun eingeführten Systems einer von der Wirtschaft in Eigenregie betriebenen Auffangesellschaft ist z.B. vom Bund der Versicherten ein staatlich kontrollierter Einlagensicherungsfonds nach dem Vorbild der Banken gefordert worden, vgl. [http://www.bunddersicherten.de/BdVAktuelles/Konkurssicherungsfonds\\_fuer\\_Lebensversicherer.htm](http://www.bunddersicherten.de/BdVAktuelles/Konkurssicherungsfonds_fuer_Lebensversicherer.htm).

<sup>161</sup> ASSMANN/SCHÜTZE, S. 10f. (unter dem Begriff institutionelle Effizienz); so auch eines der gesetzlich verankerten Ziele der britischen FSA in Sec. 3 (1) FSMA 2000: „maintain confidence in the financial system“.

<sup>162</sup> ROYLA, S. 38 (Fn. 126); SCHNEIDER, AG 2001, S. 269, 271, spricht von institutionellem Aufsichtsrecht.

<sup>163</sup> Entsprechend der Zielsetzung der Arbeit soll auf systemschützende Normen im Folgenden nicht näher eingegangen werden, vgl. für eine ausführlichere Diskussion: ZUFFEREY-BERICHT, S. 96ff.; DALE/WOLFE, *ibid.*, S. 327f.; DALHUISEN, EBLR 1999, S. 158; JOINT FORUM, S. 17; zur Wertpapierregulierung auf europäischer Ebene insbesondere MOLONEY, S. 295-639 und zur europäischen Regulierung des Versicherungsgeschäfts: BK-ROTH, Europ. VersR.

<sup>164</sup> Zu den Abgrenzungen siehe 0

<sup>165</sup> Diese Entwicklung sah CLARK, Harv. L. Rev. 1981, S. 561, 571f., für die nun dämmernde vierte Stufe des Kapitalismus voraus.

<sup>166</sup> ZUFFEREY-BERICHT, S. 35; ähnlich auch DALHUISEN, EBLR 1999, S. 158; auf der anderen Seite stellt BENSTON, S. 47ff., die grundsätzliche Notwendigkeit aufsichtsrechtlicher Vorschriften mit Verbraucherschutzcharakter für Finanzdienstleistungsunternehmen in Frage.



### a) SCHUTZWÜRDIGKEIT DES KUNDEN

Im Finanzdienstleistungsbereich besteht typischerweise nicht nur ein Wissensvorsprung des Intermediärs, der den Kunden allein nicht schutzwürdig sein ließe, weil es grundsätzlich jedermanns eigene Sache ist, sich selbst zu informieren.<sup>167</sup> Wenn aber die Informationsmöglichkeit eingeschränkt ist, weil aufgrund der Komplexität der Produkte eine eigenständige Informationsbeschaffung das Informationsgefälle nicht (vollständig) beseitigen kann, wird der Kunde auch aus ökonomischer Sicht schutzwürdig, weil die zwischen ihm und dem Finanzdienstleister herrschende natürliche strukturelle Informationsasymmetrie nach den Erkenntnissen der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung allokatonsineffiziente, suboptimale Entscheidungen hervorruft<sup>168</sup>, die sich nicht durch bloßen Wettbewerb und ohne Eingriff lösen lässt.

#### (i) Adverse selection

Ist der derart strukturell benachteiligte Kunde nicht in der Lage, die Qualität der angebotenen Produkte und Leistungen hinreichend zu beurteilen, so kann er nicht zwischen guten und schlechten Angeboten unterscheiden und muss Produkteigenschaften anhand eines Marktdurchschnitts bewerten. Als Folge davon werden Angebote, die besser sind als der Durchschnitt, nicht mehr honoriert, weil sie nicht als solche erkannt werden.<sup>169</sup> Dies kann dazu führen, dass der Qualitätsdurchschnitt immer weiter fällt, weil Angebote schlechterer Qualität im Regelfall geringere Kosten verursachen und deshalb gewinnbringender abgesetzt werden können.<sup>170</sup> Auf den Finanzmärkten bedingt dieses Informationsungleichgewicht langfristig, dass das Kapital nicht in die besten Anlagen mit den höchsten Renditen fließt und führt eventuell gar dazu, dass von wirtschaftlich sinnvollen Kapitalanlagen Abstand genommen wird (*adverse selection*).<sup>171</sup> Auch wenn es derartige strukturelle Informationsungleichgewichte in anderen Branchen ebenfalls gibt, wird im Finanzdienstleistungssektor entsprechendes regulierendes Gegensteuern aufgrund der besonderen Komplexität der dort angebotenen Produkte und seiner Transformationsfunktion für den Rest der Volkswirtschaft als besonders wichtig erachtet. Das Problem der typischen Informationsasymmetrie gilt dabei gleichermaßen für originäre wie auch für derivative Finanzdienstleister. Der derivative Finanzdienstleister kann durch die Sammlung und Bündelung von Informationen über Finanzprodukte zwar dazu beitragen, dem Kunden zu informierten Entscheidungen zu verhelfen. Die Informationssammelungs- und -aufbereitungsfunktion führt jedoch dazu, dass der Informationsvorsprung eines solchen derivativen Finanzdienstleisters gegenüber seinen Kunden genau so hoch bzw. eventuell gar erhöht ist (*principal-agent problem*); die Frage ist nämlich immer, wie viel von diesem Wissensvorsprung vom *agent* an den *principal* weitergegeben wird. Der Kunde kann aufgrund seines Informationsrückstands die Qualität der Vermittlungsleistungen und Empfehlungen des derivativen Intermediärs nicht einschätzen und daher insbesondere nicht beurteilen, ob und inwieweit sich der Intermediär bei der Vermittlung und Empfehlung von seinen eigenen (Provisions- oder anderen) Interessen und nicht den Kundeninteressen leiten lässt. Gerade bei derivativen Finanzintermediären kann es daher aufgrund der grundsätzlichen

<sup>167</sup> MEYER in BASEDOW (LEBENSVERSICHERUNG), S. 157, 172.

<sup>168</sup> Dabei ist die effiziente Allokation anlagesuchender Gelder die zentrale Funktion der Finanzmärkte, während die vielfach auf die gleiche Stufe gestellte institutionelle und operationelle Effizienz letztlich nur der Allokationseffizienz dienen, so richtig LANGE, S. 49 gegen BLIESENER, S. 43ff.; KOLLER in ASSMANN/SCHNEIDER, vor § 31 Rn. 9f; KÜBLER, ZHR 1981, S. 204, 206f.

<sup>169</sup> Allgemein HUBBARD, S. 251 und TAUPITZ in BASEDOW (LEBENSVERSICHERUNG), S. 105, 109f.; für Versicherungsmakler im speziellen BOSSELMANN, S. 213ff.

<sup>170</sup> BRANDT, S. 53.

<sup>171</sup> Aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht: HUBBARD, S. 247ff.; aus regulatorischer Perspektive: LLEWELLYN, S. 6; GOODHART ET AL., S. 7.

## 1. Teil: Einordnung und Systematik

Interessenwahrungspflicht zugunsten des Kunden zu diversen Interessenkonflikten zwischen Eigeninteressen des Finanzdienstleisters und Kundeninteressen kommen, vor denen der Kunde geschützt werden soll. Das Problem der Informationsasymmetrie stellt sich daher bei den derivativem Finanzintermediär in mindestens der gleichen Weise wie bei originären Finanzintermediären.

### (ii) Moral hazard

Von den Kunden kann des weiteren auch nach Abschluss eines Kapitalanlagegeschäfts nicht erwartet werden, Bonität und regelkonformes Verhalten der Finanzintermediären, denen sie ihr Geld anvertrauen, zu überwachen. Gerade die überaus komplexe Natur der von Finanzdienstleistern vertriebenen Finanzprodukte und die in Finanzgeschäften übliche Intransparenz begünstigt die Anwendung unlauterer oder gar betrügerischer Praktiken durch den wissensmächtigeren Finanzintermediär. Auch im Rahmen der Abwicklung der Transaktion kann der Kunde kaum überprüfen, ob der Finanzintermediär nicht seinen eigenen Interessen Priorität zumisst, sollten diese den Kundeninteressen zuwiderlaufen.<sup>172</sup> Das Risiko kundenschädigender Handlungen im Rahmen der Abwicklung der Transaktion oder ungetreuer Verwaltung des Kapitals ist groß (*moral hazard*). Dabei kann die durch die fehlenden Überwachungsmöglichkeiten gespeiste Befürchtung, des eingesetzten Geldes bzw. auch nur einer adäquaten Rendite ganz oder teilweise verlustig zu gehen, wiederum *adverse selection*-Probleme hervorrufen und dazu führen, dass eine ökonomisch sinnvolle Kapitalanlage gänzlich unterbleibt.<sup>173</sup>

### (iii) Behebung des Marktungleichgewichts durch Wettbewerb?

Die beschriebenen Störungen des Marktgleichgewichts und die dadurch hervorgerufene allokatonsineffiziente Kapitalverteilung sind durch das freie Spiel des Wettbewerbs im Finanzdienstleistungssektor nicht zu beheben.<sup>174</sup> Zum einen haben viele Finanzprodukte eine Komplexität erreicht, dass selbst professionelle Kunden Schwierigkeiten haben, sie ohne zusätzliche Information zu durchschauen und begründbare Entscheidungen zu treffen, d.h. eine ausreichende Markttransparenz ist für den Privatkunden erst recht nicht erreichbar.

Die Marktstörungen aufgrund struktureller Informationsasymmetrien sind im Bereich der Finanzdienstleistungen deshalb so besonders ausgeprägt, weil man bei einem Finanzprodukt anders als beispielsweise bei einem Möbelstück oder einem Messer nicht ohne Weiteres selbst durch Prüfung oder bloßes Betrachten die Qualität und den Bedarf für ein solches Gut erfassen kann. Daher werden Finanzprodukte in der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie im Gegensatz zu den sogenannten Such- oder Beobachtungsgütern (*inspection goods*), deren Qualität ein potentieller Käufer ohne größere Kosten vor dem Kauf bewerten kann, zu den Erfahrungsgütern (*experience goods*) oder gar Beglaubigungsgütern (*credence goods*) gezählt.<sup>175</sup> Eine Qualitätsbewertung von *experience goods* ist vor dem Erwerb nicht ohne größere Kosten durchzuführen, sondern wird im Regelfall erst durch die eigene Erfahrung möglich. Bei einer Kapitallebensversicherung beispielsweise kann der Versicherungsnehmer erst nach einer Weile einschätzen, ob ihm ein gutes oder schlechtes Produkt verkauft wurde.<sup>176</sup> Die größten Informationsprobleme tauchen bei den sogenannten *credence goods*

---

<sup>172</sup> Dazu ausführlich GRUNDMANN/KERBER in GRUNDMANN (PARTY AUTONOMY), S. 264, 277f.; für Versicherungsvermittler auch TRAUB, S. 105ff.

<sup>173</sup> HUBBARD, S. 249ff.; ausführlich auch WEIN in GRUNDMANN (PARTY AUTONOMY), S. 80, 83f.

<sup>174</sup> HOPT (KAPITALANLEGERSCHUTZ), S. 181ff; BRANDT, S. 63ff; Marktversagen bzw. -ungleichgewichte aufgrund von Informationsasymmetrien im Finanzdienstleistungssektor sind weitreichenden wirtschaftswissenschaftlichen Untersuchungen unterzogen worden, vgl. statt aller: OECD *Report on Consumer Information about Financial Services*, 1992, S. 11ff.

<sup>175</sup> WEIN in GRUNDMANN (PARTY AUTONOMY), S. 80, 83f.

<sup>176</sup> PAGE/FERGUSON, S. 37.

auf, weil selbst negative Erfahrungen dem Kunden ex post keine notwendigerweise zwingenden Rückschlüsse erlauben, ob das Produkt selbst oder externe Faktoren der Grund für ein negatives Resultat war – eine eigenständige Bewertung durch den Verbraucher ist also sowohl ex ante als auch ex post schwerlich zuverlässig möglich. Bei Finanzdienstleistungen ist für die Einordnung zu unterscheiden zwischen zwei verschiedenen Gütern: der Empfehlungsleistung des Finanzdienstleisters und dem Finanzprodukt selbst. Im Rahmen von Wertpapierdienstleistungen sind in der Regel sowohl Empfehlungsleistung als auch Finanzprodukt als *credence goods* einzuordnen. Der Kursverfall einer Aktie beispielsweise muss nicht auf tatsächlich schlechte Unternehmensführung des Emittenten zurückzuführen sein, sondern kann auch auf externen Faktoren wie beispielsweise schlechter allgemeiner wirtschaftlicher Lage beruhen. Die im Rahmen dieser Untersuchung relevante Empfehlungsleistung des Finanzdienstleisters ist zwar in ihren Grundzügen qualitativ bewertbar, weil nachprüfbar ist, ob das empfohlene Produkt den Kundeninteressen entspricht oder nicht, aber auch hier gilt, dass ein Kursverfall des Finanzprodukts nicht zwingend darauf schließen lässt, dass der Finanzdienstleister, der die Aktie empfohlen (=beglaubigt) hat, eine qualitativ minderwertige Empfehlung gegeben hat. Der Kursverfall kann nämlich auch auf Faktoren beruhen, die für den Finanzdienstleister nicht vorhersehbar waren. Versicherungsdienstleistungen sind hingegen eher als Erfahrungsgüter einzuordnen, weil eine extern bedingte Volatilität nicht im gleichen Maße besteht wie bei Wertpapieren. Aber auch hier kann die Qualität der erhaltenen Empfehlung nur ansatzweise wirksam getestet werden.<sup>177</sup>

Daraus folgt auch, dass sich im Wettbewerb zwischen den Finanzdienstleistungsunternehmen anders als in anderen Bereichen nicht das Unternehmen durchsetzt, das das beste Preis-Leistungs-Verhältnis bietet, weil qualitativ minderwertige Leistungen nicht oder nur marginal negativ auf die Reputation eines Finanzdienstleisters durchschlagen. Schließlich kann der Kunde die Qualität einer Finanzdienstleistung aufgrund ihrer Eigenschaft als *experience oder credence good* nur in Ausnahmefällen adäquat beurteilen. Warum sollten die Finanzdienstleistungsunternehmen daher ihren Kunden das Produkt mit den besten Konditionen anbieten, solange der Kunde aufgrund der Intransparenz und Informationsasymmetrie weder im Moment des Angebots noch ex post in Erfahrung bringen kann, dass ihm nicht die besten Produkte angeboten werden?

Viele Finanzdienstleister haben es beispielsweise zu Zeiten des Börsenbooms Ende der neunziger Jahre unterlassen, ihre unerfahrenen Kunden darauf hinzuweisen, dass in diesen Jahren sogar die Rendite eines eher risikoarmen Investmentfonds diejenige der Einlage mittels Sparbuch um ein Vielfaches überstieg. So konnten sie selbst mit den ihnen anvertrauten Einlagegeldern spekulieren und dabei hohe Gewinne verbuchen.<sup>178</sup> Oft ermöglicht allerdings auch die ex post erkennliche Rendite der über einen bestimmten Vermittler bezogenen Finanzinstrumente kaum eine Aussage über die Qualität der Vermittlungsleistung. Aufgrund der Eigenschaft der meisten Finanzdienstleistungen als bloße *credence goods* korrelieren nämlich Vermittlungsleistung und Rendite nicht direkt, weil die Rendite von vielerlei externen Faktoren abhängig ist.

Für die Frage der Reputation kann aber die Häufigkeit der Transaktionen eine Rolle spielen. Wird eine bestimmte Finanzdienstleistung wie beispielsweise bei der Vermittlung von Wertpapieren häufig in Anspruch genommen (*recontracting*), kann es für einen Finanzintermediär lohnend sein, durch Kompetenz, Ehrlichkeit und Integrität eine gute Reputation zu erlangen und aufrechtzuerhalten. Die meisten Altersvorsorgeinstrumente (Pensionsfonds, private Rentenversicherungen, Kapitallebensversicherungen, etc.) hingegen

<sup>177</sup> So auch FINSINGER/HAMMOND/TAPP, S. 30.

<sup>178</sup> Bei einem solch eindeutigen Beispiel muss allerdings hinterfragt werden, ob der Kunde überhaupt schutzwürdig ist. Schließlich hätte die Nachteiligkeit solcher Anlagestrategien aufgrund der immer umfassenderen Berichterstattung durch die Medien auch jedem Laien ohne Weiteres offenkundig sein können.

## 1. Teil: Einordnung und Systematik

werden über einen Zeitraum von vielen Jahren bedient und sind insbesondere regelmäßig nicht ohne beträchtlichen Kapitalverlust auflösbar; *recontracting* kommt hier kaum vor, so dass ein Finanzdienstleister noch weniger Anreiz als ohnehin schon hat, sich durch Kompetenz und Integrität von seinen Wettbewerbern abzusetzen.<sup>179</sup> Demnach gilt, dass aufgrund der Langfristigkeit der meisten Versicherungsprodukte und insbesondere der Kapitallebensversicherungen der freie Wettbewerb im Versicherungsgeschäft noch weniger geeignet ist, die strukturelle Informationsasymmetrie zu beheben als im vergleichsweise kurzlebigen Wertpapiergeschäft. Da die Kunden eine Kapitallebensversicherung normalerweise über einen längeren Zeitraum nur einmal abschließen, zahlt sich eine qualitativ hochwertige Leistung für Versicherungsdienstleister kaum aus, weil sie für gute Leistungen nicht belohnt werden. Ein Wettbewerb um die beste Reputation (*reputational competition*) findet mithin nicht statt.<sup>180</sup>

Schließlich ist der freie Wettbewerb der Finanzdienstleister auch nicht in der Lage, das Risikokundenschädigenden Verhaltens der Finanzdienstleistungsunternehmen bei der Abwicklung der Transaktion oder Verwaltung des Kapitals einzudämmen. Ob ein Finanzdienstleister sich lauter oder unlauter verhält, wird dem Kunden aufgrund der ihm nicht in ausreichendem Maße zur Verfügung stehenden Überwachungsmöglichkeiten nicht bewusst, so dass der Wettbewerb lauterer Verhalten nicht belohnt und unlauteres nicht bestraft.

Da es also keine direkten Feedbackmechanismen zwischen der Leistung und der Reputation eines Finanzdienstleistungsunternehmens gibt, kann der reine Wettbewerb das Marktungleichgewicht aus Informationsasymmetrie und Intransparenz nicht beheben.<sup>181</sup> Demnach kann das Verhalten des Finanzdienstleisters in seiner Rechtsbeziehung mit den Kunden nicht den Kräften des Marktes überlassen werden, sondern bedarf besonderer Regeln.<sup>182</sup>

### b) MECHANISMEN DES KUNDENSCHUTZES

Als regulatorische Wege zum Schutz des Kunden bietet sich zum einen die sogenannte *prudential regulation* an, die gleichermaßen dem Funktionsschutz als auch dem Kundenschutz im allgemeinen verpflichtet ist, zum anderen und hauptsächlich die eigentliche *protective regulation*, die sich mit dem Schutz des individuellen Kunden beschäftigt und Hauptgegenstand der Untersuchung sein wird.<sup>183</sup>

*Prudential regulation* ist sowohl auf den Schutz des gesamten Systems als auch der Kunden im allgemeinen gerichtet und wird daher teilweise auch als systemschützende Regulierung eingeordnet. Im Rahmen des Zulassungsverfahrens (*authorisation*) ex ante oder auch im Laufe der ständigen Überwachung von Finanzdienstleistungsunternehmen kommen Eignungsprüfungen (*fit and proper tests*) in Frage, die „schwarze Schafe“, deren Personal beispielsweise bestimmte berufsspezifische Anforderungen nicht erfüllt, herausfiltern, was

---

<sup>179</sup> GRUNDMANN/KERBER in GRUNDMANN (PARTY AUTONOMY), S. 264, 279.

<sup>180</sup> Die *moral hazard*-Problematik zulasten des Kunden tritt insbesondere bei der Vermittlung von langfristigen Anlagebeziehungen auf, vgl. WEIN in GRUNDMANN (PARTY AUTONOMY), S. 80, 84.

<sup>181</sup> Optimistischer ist TAUPITZ in BASEDOW (LEBENSVERSICHERUNG), S. 105, 113f., der für den Versicherungsvertrieb einen von Qualitätsmaßstäben geprägten Wettbewerb vorhersagt, allerdings ohne darauf einzugehen, inwieweit ein Versicherungsnehmer die Qualität der Vertriebsleistung bewerten kann.

<sup>182</sup> Ebenso BRANDT, S. 60ff.; für den Versicherungsbereich MEYER in BASEDOW (LEBENSVERSICHERUNGEN), S. 157, 180ff.; ausführlich dazu auch die Monographie von REHBERG, S. 30-89; z.B. S. 66: „Auf dem ... Versicherungsmarkt ist der Einzelne zu einer eigenständigen und fundierten Auswahlentscheidung kaum mehr in der Lage.“

<sup>183</sup> Eine ausführliche Darstellung der verschiedenen Arten kundenschützender Regulierungsmöglichkeiten im europäischen Rahmen findet sich bei MOLONEY, S. 510ff.

vis-à-vis den Kunden sowohl das Problem des *adverse selection* als auch des *moral hazard* reduziert.<sup>184</sup> Regulatorischer Kundenschutz ist somit häufig ein Nebenprodukt der Bemühungen um die Systemstabilität.<sup>185</sup>

Genaue gesetzliche Vorgaben zur Ausgestaltung eines Finanzprodukts (*product rules*) dienen zuvorderst dem allgemeinen Schutz der Kunden, dem dadurch eine bestimmte Qualität garantiert wird. Solche substantiellen Pflichten sind besonders im Bereich von Investmentfonds und Versicherungen zur Anwendung gekommen, wo die Produktausformung mitunter detaillierter Regelung unterworfen sein kann.<sup>186</sup>

Zwischen *prudential* und *protective rules* sind im Wertpapierhandel die häufig mit strafrechtlichen Sanktionen bewehrten Marktmanipulationsverbote (Insiderhandel, Kursmanipulation, etc.) angesiedelt. Solche Vorschriften, die gemeinhin unter dem Begriff *market conduct* firmieren, normieren das Verhalten der Finanzdienstleister am Markt und sollen damit hauptsächlich die Integrität der Finanzdienstleister garantieren, sie stärken aber ebenso das Vertrauen der Kapitalgeber in die Branche und wirken also gleichzeitig dem Problem des *moral hazard* entgegen.

Unter *protective rules* sollen hier diejenigen Regeln verstanden werden, die primär den individuellen Kunden zu schützen intendieren. Kompensationsmechanismen wie die für den Banksektor typischen Einlagensicherungssysteme (*deposit insurance*) dienen dem Funktionsschutz, weil sie das Vertrauen in den Finanzsektor aufrechterhalten. Sie schützen aber jedenfalls auch den individuellen Kunden, weil sie für den Kunden ex post das Risiko der Substanzerhaltung und damit des *moral hazard* minimieren. Im Wertpapierbereich gibt es derartige Anlegerentschädigungssysteme ebenfalls<sup>187</sup>, für den Versicherungssektor lassen sich mittlerweile ähnliche Ansätze feststellen.<sup>188</sup> Andere kundenschützende Regeln finden sich im allgemeinen Verbraucherschutzrecht: Vertragsgestaltungsregeln wie Rücktritts- oder Auflösungsrechte schützen den individuellen Kunden ebenso wie Beschwerdemechanismen, die gerade im grenzüberschreitenden Rahmen bedeutsam sind.<sup>189</sup>

Diesen Schutzmechanismen gemein ist es aber, dass sie nicht die durch die Informationsasymmetrie und die Intransparenz hervorgerufenen Marktungleichgewichte und damit verbunden ein potentiell Marktversagen zu mindern suchen, sondern vielmehr lediglich einen reaktiven Schutz gegen dieses Marktungleichgewicht ex post bieten. Sie sind daher ökonomisch gesehen nicht das geeignetste Mittel, um die Marktdefizite auszugleichen. Kundenschutz, der in direkter Weise die Informationsasymmetrie bekämpft, wird durch Wohlverhaltensregeln (*conduct of business rules*) erreicht, die besonders im Bereich der Versicherungs- und Wertpapierregulierung Bedeutung erlangt haben.<sup>190</sup>

### c) INSBESONDERE WOHLVERHALTENSREGELN

Die Gefahr des Marktversagens aufgrund von strukturellem Informationsungleichgewicht und der dem Finanzdienstleistungsgeschäft inhärenten Intransparenz kann insbesondere durch eine

---

<sup>184</sup> PAGE/FERGUSON, S. 64ff.

<sup>185</sup> JOINT FORUM, S. 13.

<sup>186</sup> Beispielsweise die deutsche Versicherungsaufsicht über die Allgemeinen Versicherungsbedingungen (AVB) vor der Einführung des Versicherungsbinnenmarkts, vgl. dazu die Ausführungen zur Bedingungskontrolle für Lebensversicherungen in Deutschland und der Schweiz bei SCHEDLBAUER, S. 250f.

<sup>187</sup> Vgl. z.B. RL 97/9/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 03.03.1997 über Systeme für die Entschädigung der Anleger, ABl. EG Nr. L 84/22 vom 26.03.1997.

<sup>188</sup> Siehe dazu § 2 II. 2.

<sup>189</sup> MOLONEY, S. 514.

<sup>190</sup> CARTWRIGHT in CARTWRIGHT, S. 15.

gegensteuernde Organisation des Vertriebs von Finanzprodukten reduziert werden.<sup>191</sup> Dadurch werden für den Kapitalgeber die Anreize erhöht, seine Finanzmittel anzulegen, wodurch gesamtwirtschaftlich die optimale Zuwendung von Anlage- und Finanzbedarf gefördert wird.<sup>192</sup>

Zur Erreichung dieses Ziels formulieren vertriebsbezogene Wohlverhaltenspflichten die im unmittelbaren Verhältnis zum Kunden im Rahmen der Transaktion bestehenden Verpflichtungen der Finanzdienstleister. Informations- oder Kommunikationspflichten verringern in direkter Weise sowohl das Problem des *adverse selection* als auch des *moral hazard*, da bei größerem Informationsfluss und gesteigerter Transparenz zu erwarten ist, dass Kapital alloktionseffizienter verteilt wird und ein Kapitalverlust durch unlauteres Geschäftsgebaren unwahrscheinlicher wird.<sup>193</sup> Dementsprechend sind sie zur Verringerung der Informationsasymmetrie zugunsten des schutzbedürftigen Kunden in seinem Verhältnis zum Finanzdienstleistungsunternehmen am ehesten geeignet. Denn sie setzen direkt dort an, wo es potentiell Marktversagen gibt, bei den Informationsproblemen.<sup>194</sup> Dabei gehen die in diesem Zusammenhang entwickelten Regeln allerdings weiter als bloße Aufklärungsverpflichtungen (*disclosure rules*) hinsichtlich des vermittelten Produkts, wie sie in anderen Wirtschaftsbereichen auch bestehen. Sie beinhalten vielmehr weitergehende Erkundigungs-, Beratungs- und Warnpflichten sowie Pflichten zur Aufdeckung von nicht vermeidbaren Interessenkonflikten.<sup>195</sup>

Der Kanon der Wohlverhaltenspflichten beschränkt sich nicht auf bloße Kommunikationspflichten, denn diese allein sind nicht geeignet, die Marktdefizite auszugleichen. Vielmehr sind neben Kommunikationspflichten auch gewisse interne Organisationspflichten zu den Verhaltenspflichten zu zählen. An Organisationspflichten manifestieren sich deutlich die Überschneidungen zwischen *prudential* und *protective rules* sowie auch zwischen unternehmens- und transaktionsbezogenen Regeln: Sie sollen für einen ordnungsgemäßen unternehmensinternen Funktionsablauf sorgen, sichern so die finanzielle Stabilität des Unternehmens und mittelbar des gesamten Systems. Weitere Zielrichtung von Organisationsverpflichtungen für Finanzintermediäre ist aber der Schutz des Kunden. Solche organisatorischen Pflichten, die sich auf die Ausführung und Abwicklung der getätigten Transaktionen beziehen und primär der Wahrung der Kundeninteressen dienen, sollen daher im Folgenden mit den Kommunikationspflichten zusammen untersucht werden.<sup>196</sup>

---

<sup>191</sup> TAUPITZ in BASEDOW (LEBENSVERSICHERUNG), S. 105, 110; NITSCHKE hat eine gesamte Monographie der Frage der Maßstäbe für die Transparenz Allgemeiner Versicherungsbedingungen gewidmet.

<sup>192</sup> BLIESENER, S. 209f. für den Wertpapierbereich.

<sup>193</sup> Aus ökonomischer Sicht kritisch gegenüber Verhaltenspflichten GEHRIG in GRUNDMANN (SYSTEMBILDUNG), S. 625, 635f., der ihnen die Verursachung beträchtlicher Personal- und Dokumentationskosten zuschreibt, die nach seiner Ansicht weitere Marktzutrittsbarrieren schaffen. Auch sei fraglich, inwiefern eine zwingende Verletzung der Sorgfaltspflicht überhaupt nachzuweisen ist – ein aber wohl typisches Problem bei *credence goods*.

<sup>194</sup> Ebenso FINSINGER in GRIESS, S. 51, 69f., ders., Revue du Marché Commun, Numéro spécial, Septembre 1991, S. 621ff., mit detaillierten Nachweisen zu den signifikant höheren Kosten einer materiellen Staatsaufsicht mit umfassender europaweiter Produkt- und Preiskontrolle im Vergleich zu einer bloßen Verhaltensaufsicht im Bereich der Risikolebensversicherungen; dazu auch O.V. VW 1991, S. 1423.

<sup>195</sup> Dazu ausführlich § 7 IV. 3.

<sup>196</sup> Eine sehr ähnliche Einteilung nimmt KATSAS, S. 96ff., vor, der bei Interessenkonflikten zwischen unternehmensbezogenen und transaktionsbezogenen Maßnahmen unterscheidet.

### III. ERGEBNIS UND BEWERTUNG

Finanzintermediäre leisten durch diverse Transformationsleistungen einen wichtigen Beitrag zur Funktionsfähigkeit der gesamten Volkswirtschaft und sind daher weitreichender Regulierung unterworfen. Dabei ist zu unterscheiden zwischen originärer und derivativer Finanzintermediationsleistung. Die zunehmend an Bedeutung gewinnenden Aktivitäten derivativer Finanzintermediäre sind im Gegensatz zu originären Finanzintermediären nicht mehr auf die Transformation des Kapitals selbst, sondern auf die Vermittlung zwischen Kapitalnehmern und Kapitalgebern gerichtet, wodurch die Transaktionskosten reduziert werden und eine allokationseffizientere Kapitalverteilung ermöglicht wird.

Obwohl eine klare Trennlinie sich kaum ziehen lässt, dient Bankregulierung primär dem Schutz des Finanz- und damit des gesamten Wirtschaftssystems, während Hauptanliegen der Versicherungs- und Wertpapierregulierung der Schutz des Kunden ist.

Wohlverhaltensregeln sind dabei eines der wichtigsten kundenschützenden Regulierungsinstrumente. Sie sind Teil eines Finanzdienstleistungsrechts, das sich aufgrund der zunehmenden Ausdifferenzierung der Finanzmärkte entwickelt hat. Im Gegensatz zu z.B. institutsbezogenen Zulassungsregeln sind Wohlverhaltensregeln primär transaktionsbezogen, d.h. sie regeln das Verhalten der Finanzdienstleister im direkten Umgang mit ihren Kunden sowie damit zusammenhängende organisatorische Verpflichtungen. Derartige Wohlverhaltenspflichten sind für den Ausgleich des strukturellen Informationsgefälles zwischen Finanzdienstleister und Kapitalgeber notwendig, da ansonsten die Gefahr allokationsineffizienter Entscheidungen droht, die dem Einzelnen und der Gesamtwirtschaft schaden.

Dabei ist eine Regulierung mittels Wohlverhaltenspflichten aus mehreren Gründen gegenüber anderen Regulierungsinstrumenten vorteilhaft:

Zum einen greifen Wohlverhaltenspflichten grundsätzlich weniger in das freie Spiel des Marktes ein als andere Regulierungsinstrumente wie Zulassungs- oder Lizenzierungspflichten oder gar Geschäftsverbote. Verhaltensregeln sind daher in Europa vielfach als kompensierende Reregulierungsmaßnahme im Zuge der Deregulierung als exzessiv angesehener regulatorischer Eingriffe eingeführt worden.<sup>197</sup> Sie beschränken die unternehmerische Freiheit in geringerem Maße als die gerade im Versicherungs- oder Investmentfondsbereich vielfach verwendeten Produktgestaltungsregeln und schränken damit die Privatautonomie der Vertragsparteien weniger substantiell ein.<sup>198</sup> Derartig gravierende Beschränkungen der Handlungsfreiheit von Finanzintermediären verursachen in der Regel höhere Kosten – sowohl Kontrollkosten auf Seiten der Aufsicht als auch *compliance costs* auf Seiten der Finanzintermediäre. Des Weiteren kann überzogene Regulierung zu Wettbewerbsverzerrung führen und Innovationen behindern. Zwar ruft auch Regulierung durch Wohlverhaltenspflichten gewisse Überwachungs- und *compliance*-Kosten hervor. Wichtig ist in diesem Zusammenhang aber, dass Verhaltenspflichten veränderten Markt- und Anlagetechniken schnell und flexibel angepasst werden können.

Zum anderen ist der transaktionsbezogene Ansatz der Wohlverhaltensregeln geeignet, den neueren Entwicklungen insbesondere im Bereich der Allfinanz adäquat zu begegnen.

---

<sup>197</sup> BASÁÑEZ/CORTÉS in ARGANDOÑA, S. 29.

<sup>198</sup> Ausführlich dazu GRUNDMANN, JZ 2000, S. 1133, 1135ff., der zwingende Informationspflichten im Vergleich zu die Privatautonomie einschränkenden zwingenden inhaltlichen Regeln wie beispielsweise Produktgestaltungsregeln für die vorzugswürdigere Regelungsform hält; SCHEDLBAUER, S. 251f. geht auf die wettbewerbstheoretischen Nachteile der Bedingungskontrolle im Versicherungssektor ein, die die Wahlmöglichkeiten des Verbrauchers einschränkt und zu Wettbewerbsverzerrungen führt.

## 1. Teil: Einordnung und Systematik

„Produzenten“ von Finanzprodukten vertreiben ihre Finanzprodukte nämlich zunehmend über branchenfremde Vermittler, Broker oder Verteter, die nicht der branchenspezifischen Aufsicht unterstehen.<sup>199</sup> Der traditionelle institutionelle Aufsichtsansatz ist daher vielfach nicht mehr ausreichend. Stattdessen ist die Festlegung von gewissen Mindeststandards im Hinblick auf das Geschäftsgebaren sämtlicher Finanzdienstleister notwendig.

Die Notwendigkeit, im Bereich der Finanzdienstleistungen den Schutz insbesondere der privaten Kapitalgeber durch Verhaltenspflichten zu stärken, lässt sich praktisch mit dem stetig steigenden Privatvermögen und dem anhaltenden Trend weg vom traditionellen Sparbuch hin zu ertrag-, aber auch risikoreicheren Anlageformen begründen. Ohne kundenschützende Verhaltensregeln ist die Finanzanlage Glückssache, weil die meisten Finanzberater mit Standardkonzepten arbeiten und versucht sind, unwissenden Kunden andere und mehr als die von ihnen gewünschten Produkte zu verkaufen.<sup>200</sup> Durch unsachgemäßes oder gar betrügerisches Verhalten der Finanzdienstleister entstehen sowohl der gesamten Volkswirtschaft Schäden in Milliardenhöhe, als auch gravierende Vermögensverluste bei einzelnen Verbrauchern.<sup>201</sup> Die den beiden Regelungszielen Funktions- und Kundenschutz angemessene Ausgestaltung der Beziehung zwischen dem Finanzintermediär und dem nicht oder nicht so fachkundigen Kunden, d.h. die Aufhebung bzw. Milderung der Informationsasymmetrie zwischen den Beteiligten, ist daher eines der Kernprobleme des Finanzdienstleistungsrechts.<sup>202</sup>

Im Gegensatz zu anderen Regulierungsinstrumenten wie Zulassungskriterien oder Einlagesicherungsvorschriften sind Wohlverhaltensregeln nicht unternehmens- oder institutsbezogen und orientieren sich daher nicht an der Typik des Finanzintermediärs, sondern vielmehr an der Art und Weise der Transaktion. Aus diesem Grund werden diese Regulierungsinstrumente bisweilen unscharf „Finanzvertragsrecht“ genannt<sup>203</sup>; treffender ist wohl die Bezeichnung „transaktionsbezogene Regulierung“<sup>204</sup> in Abgrenzung zur an den Firmen anknüpfenden „institutionellen Regulierung“. Wohlverhaltensregeln dienen wie die meisten anderen Regulierungsinstrumente sowohl dem Funktions- als auch dem individuellen Kundenschutz<sup>205</sup>; der Schwerpunkt liegt jedoch nach international einhelliger Meinung auf

---

<sup>199</sup> Z.B. Vertrieb von Versicherungsprodukten über unabhängige Vermittler oder Banken bzw. umgekehrt der Vertrieb von Investmentfonds über Versicherungsgesellschaften.

<sup>200</sup> BROST/ROHWETTER, *Wir alle – finanzielle Analphabeten*, Die Zeit, 45/2002, Wirtschaftsteil, unter Bezugnahme einer Studie von Cap Gemini Ernst & Young; zu den Interessen der Finanzdienstleister siehe ausführlich § 7 II. 2.

<sup>201</sup> KARPF, S. 174, schätzt, dass allein für Österreich von knapp 3 Milliarden Euro jährlich in Anlagebetrügereien auszugehen ist; auf einer Vorstufe, die strafrechtlich relevantes Verhalten nicht erreichen muss, aber nichtsdestoweniger ökonomisch allokatonsineffiziente Kapitalanlageentscheidungen bedingt, beschreibt BRAGG in CARTWRIGHT, S. 185, 187ff., anschaulich die Problematik des „*over-enthusiastic salesman*“, der den Kunden Produkte verkauft, die diese nicht benötigen; zur Problematik des bedarfsgerechten Vertriebs im Versicherungsbereich MEYER in BASEDOW (LEBENSVERSICHERUNG), S. 157, 170, Fn. 60, mit verschiedenen statistischen Nachweisen, die allesamt von einer erschreckend niedrigen Bedarfsorientiertheit des Versicherungsvertriebs in Deutschland zeugen; zu typischen Beratungsfehlern in der Praxis siehe SCHMITZ in BASEDOW (BERATUNG), S. 13, 14ff.

<sup>202</sup> WERLEN, ZSW 1995, S. 270, 272.

<sup>203</sup> ROYLA, S. 38 (Fn. 126).

<sup>204</sup> Das gleiche meint REIFNER in GRUNDMANN (SYSTEMBILDUNG), S. 577, 580, mit „funktionellen“ Regeln; diese sind allerdings zu unterscheiden vom Funktionsschutz als Regulierungsziel: Letzterer bezieht sich auf die Funktionsfähigkeit, die Stabilität des gesamten Finanzmarkts, während „funktionelle“ Regeln unabhängig von institutionellen Strukturen an einzelne Aktivitäten („Funktionen“) anknüpfen. Wegen dieser Missverständlichkeit soll daher im Folgenden der Begriff „transaktionsbezogen“ verwendet werden.

<sup>205</sup> So schon der IOSCO *Technical Committee Report*, Part 1 III Nr. 19: „... to protect customer interests and enhance market integrity ...“.



dem letzteren.<sup>206</sup> Dies erschließt sich schon aus dem Transaktionsbezug der Regeln, die sich mit dem Verhalten der Finanzdienstleistungsunternehmen gegenüber dem Kunden beschäftigen und daher den Kunden viel direkter und individueller betreffen als andere Regulierungsinstrumente. Aufgrund ihres transaktionsbezogenen Charakters finden normierte Wohlverhaltenspflichten ihr Spiegelbild in entsprechenden durch die Rechtsprechung entwickelten ungeschriebenen privatrechtlichen Pflichten im Rahmen des Vertragsverhältnisses zwischen Finanzdienstleister und Kunden. Dies gewährleistet die umfassende Durchsetzung der Wohlverhaltensregeln. Aufsichtsrechtlich wird die strikte Einhaltung der beschriebenen Standards mittels eines hohen Kontrollniveaus durch Aufsichtsbehörden oder andere Stellen verbürgt, während privatrechtlich durch funktionstüchtige Beschwerde- und Schadensersatzmechanismen der kurative Schadensausgleich ex post garantiert ist.<sup>207</sup>

Der erste Teil dieser Untersuchung war der Einordnung vertriebsbezogener Wohlverhaltenspflichten in ihren ökonomischen und ordnungspolitischen Rahmen, einer Analyse ihres Anwendungsbereichs und einer strukturellen Einteilung der einzelnen Pflichten gewidmet.

---

<sup>206</sup> Dies ist international nicht streitig: *ibid.* : „... *The second objective widens the first...*“; ebenso IAIS-Resolution, I. 4.: „... *strengthen consumer confidence and protection...*“; DALE/WOLFE, JFRC 1998, S. 326, 327.

<sup>207</sup> Ausführlich zur Zwitternatur der Verhaltensregeln und dem diesbezüglichen Spannungsverhältnis siehe § 8 II. 1.

### § 3 ZUSAMMENFASSUNG 1. TEIL

Die in § 1 skizzierten Entwicklungstrends der Internationalisierung und Konglomeratisierung bzw. Allfinanz im Finanzdienstleistungsbereich zeigen die sich intensivierende grenz- und sektorüberschreitende Integration der Finanzmärkte auf. Im Hinblick auf die Integration der vormals streng getrennten Versicherungs- und Wertpapiermärkte ergeben sich Ursachen zum einen aus dem technischen Fortschritt und der damit erreichten Reduzierung der Informations- und Transaktionskosten, die Unternehmen das Eindringen in neue, benachbarte Märkte erleichtert, zum anderen aus dem stark wachsenden Markt für private Altersvorsorgeprodukte, bei denen häufig Versicherungs- und Anlageelemente vermischt sind.

In Bezug auf die Internationalisierung/Europäisierung muss festgestellt werden, dass diese jedenfalls an den Privatkunden bisher weitestgehend vorbeigegangen ist. Deren Anlageverhalten ist weiterhin von den jeweiligen nationalen Gegebenheiten geprägt. Dies hat natürlich auch Auswirkungen auf den europäischen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen, der solange nicht wirklich Realität sein wird, wie nicht die unterschiedlichen nationalen Rechtsrahmen so weit aneinander angepasst sind, dass Privatpersonen Finanzgeschäfte im EU-Ausland problemlos vornehmen können.

Eines der wichtigsten Elemente dieses Rechtsrahmens beim Vertrieb von Finanzdienstleistungen ist der Kanon der Verhaltensregeln für den Umgang mit den Kunden; durch sie wird das Verhältnis zwischen Finanzdienstleister und Kunde in einem rechtsgeschäftlichen Bereich, der stark von Vertrauen geprägt ist, definiert.

Sowohl Konglomeratisierung als auch die Europäisierung erhöhen den Informationsbedarf der Privatkunden, da sie nicht nur mit immer komplexeren Produkten konfrontiert werden, sondern sich überdies Kenntnisse über die unterschiedlichen nationalen Finanzprodukte verschaffen müssen, die nun im Binnenmarkt erhältlich sind.

Die Auflösung der althergebrachten Trennungslinien zwischen Bank-, Wertpapier- und Versicherungsgeschäft führt zur für die Arbeit zentralen Frage, ob die unterschiedlichen Regelungen in Bezug auf den Umgang mit dem Kunden (Verhalten, Angebot, Werbung, etc.) in den einzelnen Finanzdienstleistungssektoren noch zeitgemäß sind bzw. ob sie nicht zugunsten vereinheitlichter Regeln aufzugeben sind. Die Entwicklungstrends deuten darauf hin, dass eine weitergehende Harmonisierung der den Finanzdienstleistern obliegenden Pflichten für den Umgang mit ihren Kunden sowohl in horizontaler Hinsicht – d.h. zwischen den Finanzdienstleistungsbranchen – als auch in vertikaler Richtung – von national zu europäisch – erforderlich sein könnte.

§ 2 der Untersuchung beschreibt die gesamtwirtschaftliche Funktion der Finanzdienstleistungsindustrie und die Gründe für diesbezügliche Regulierungs- und Aufsichtsaktivitäten. Erstere besteht maßgeblich darin, durch verschiedene Arten von Transformationsleistungen die Stabilität des wirtschaftlichen Systems zu sichern. Dabei erfolgt der Vertrieb von Finanzdienstleistungen im Wesentlichen durch derivative Finanzintermediäre, die im Gegensatz zu den originären Finanzintermediären keine Kapitaltransformation vornehmen, d.h. keine eigenen Finanzprodukte auf den Markt bringen, sondern diese lediglich vermitteln.

Um die Stabilität dieses Systems der Finanzintermediation und damit der Gesamtwirtschaft zu sichern, ist der Finanzdienstleistungssektor weltweit umfassender Regulierung und Aufsicht unterworfen.

Neben System- bzw. Funktionsschutzerwägungen gilt der Kundenschutz als weitere Zielsetzung der Regulierungsbestrebungen im Finanzsektor. Dies rührt daher, dass beim Vertrieb von Finanzprodukten aufgrund der überdurchschnittlichen Komplexität der angebotenen „Ware“ typischerweise ein Informationsgefälle zwischen dem

## § 2 Finanzdienstleistungen: Wirtschaftliche Funktionen und Regulierung

Finanzdienstleister und seinem Kunden besteht. Diese strukturelle Informationsasymmetrie im Finanzdienstleistungsgeschäft lässt sich durch bloßen Wettbewerb nach nahezu einhelliger ökonomischer Lehrmeinung nicht wirtschaftlich optimal lösen, sondern führt zu Problemen der *adverse selection* und des *moral hazard*.

Wohlverhaltensregeln, die den Umgang der Finanzdienstleister mit ihren Kunden bestimmen, sind eines der wichtigsten kundenschützenden Regulierungsinstrumente. Im Gegensatz beispielsweise zu institutsbezogenen Zulassungsregeln oder produktbezogenen Produktgestaltungsregeln sind transaktions- bzw. vertriebsbezogene Wohlverhaltensregeln aus ökonomischer Sicht die vorteilhaftere Regelungsmethode, da sie weit weniger stark in das Marktgeschehen oder in die Privatautonomie der Vertragsparteien eingreifen.

Überdies sind an der Transaktion ansetzende Wohlverhaltensregeln auch besser geeignet, den sektorübergreifenden Allfinanzentwicklungen zu begegnen als das althergebrachte institutsbezogene Aufsichtsrecht.

## 2. TEIL: WOHLVERHALTENSPFLICHTEN – ANWENDUNGSBEREICH UND EINTEILUNG

Nachdem die Wohlverhaltenspflichten im System der Finanzdienstleistungsregulierung verortet sind, ist es erforderlich, den sachlichen und persönlichen Anwendungsbereich solcher Regeln zu bestimmen. Es gilt demnach festzustellen, bei welchen Arten von Finanzdienstleistungen und von welchen Finanzdienstleistungsunternehmen sie im Umgang mit welchen Kunden befolgt werden sollten.<sup>208</sup>

Eine abstrakte Bestimmung des Anwendungsbereichs für transaktionsbezogene Wohlverhaltensregeln stößt auf gewisse Schwierigkeiten, da die Ausgestaltung dieses Anwendungsbereichs letztlich dem jeweiligen Gesetzgeber obliegt.<sup>209</sup> Dabei ist insbesondere zu berücksichtigen, dass nationale Regelungen beispielsweise im Bereich des Steuerrechts durch verschiedenste steuerliche Vergünstigungen die Ausformung vieler Finanzprodukte auf nationaler Ebene stark beeinträchtigen. So sind beispielsweise Bauspargeschäfte in Deutschland auch aufgrund der Steuerbegünstigung überaus populär, während sie in der Schweiz – obwohl wie in Deutschland in den dreißiger Jahren etabliert – nie richtig Fuß fassen konnten und seit den siebziger Jahren zunehmend im Bankgeschäft aufgegangen sind.<sup>210</sup> Die britischen *building societies* hingegen unterliegen einer völlig anderen Struktur. Auch Lebensversicherungen sind in Deutschland und England unterschiedlichen regulatorischen Anforderungen ausgesetzt, die im Detail zu verschiedenen Ausprägungen führen. So divergiert insbesondere der Vertrieb von Finanzprodukten von Land zu Land aufgrund der historischen Entwicklungen in starkem Maße. Inwieweit diese unterschiedlichen Ausformungen auf steuerlichen Regelungen oder anderen nationalen Eigenheiten beruhen, ist im einzelnen hier nicht darstellbar.<sup>211</sup>

Die Untersuchung beschränkt sich auf Verhaltenspflichten beim Vertrieb von solchen Finanzdienstleistungen, die davon geprägt sind, dass Kapital von Seiten des Kunden in ein Finanzprodukt fließt, also namentlich auf Kapitalanlage- und Versicherungsgeschäfte. Diese Geschäfte sind davon gekennzeichnet, dass eine Vielzahl von privaten Anlegern bzw. Versicherungsnehmern Kapital für ein Finanzprodukt aufwendet und dafür eine Rendite (*return*) entweder in Form eines Kapitalzuwachses oder in Form einer Risikoabsicherung erwartet.

Im Gegensatz zu diesen gehört das Kreditgeschäft schon nicht zu den Geschäften, bei denen Kapital vom Kunden für ein Finanzprodukt angelegt bzw. eingesetzt wird. Das Kreditgeschäft ist vielmehr durch die umgekehrte Situation geprägt, dass der Finanzdienstleister dem Kunden Kapital zur Verfügung stellt und seiner Rolle als Finanzintermediär durch Transformation von eingelegtem oder angelegtem Kapital in einen Kredit nachkommt. Die Informationspflichten, die sich beispielsweise aus der europäischen Verbraucherkredit-RL<sup>212</sup> bzw. entsprechenden nationalen Gesetzen ergeben, sind daher anderer Natur und müssen hier unerörtert bleiben.<sup>213</sup>

---

<sup>208</sup> Dazu siehe gleich § 4, § 5 und 0

<sup>209</sup> Vgl. IOSCO Technical Committee Report, Teil I III Nr. 25ff.; IAIS Principles I Nr. 6.

<sup>210</sup> ALBISETTI, S. 138.

<sup>211</sup> Zum Einfluss der Steuern auf die Ausprägung der Finanzmärkte in Deutschland ASSMANN/SCHÜTZE/SAGASSER (1. AUFLAGE), § 3.

<sup>212</sup> Richtlinie 87/102/EWG des Rates vom 22. Dezember 1986 zur Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten über den Verbraucherkredit, ABl. EG 1987, Nr. L42/48.

<sup>213</sup> Dabei sollte allerdings nicht unerwähnt bleiben, dass sich bestimmte Verhaltenspflichten, die in Deutschland unter dem Begriff anleger- und objektgerechter Beratung firmieren, in Deutschland inzwischen auch terminologisch in zivilgerichtlichen Entscheidungen wiederfinden, die sich mit Anforderungen an

## § 4 Sachlicher Anwendungsbereich

Desgleichen verhält es sich mit dem jedenfalls in Deutschland ebenfalls in weiten Teilen von Banken betriebenen oder zumindest durch diese vermittelten Bauspargeschäft, das sich vom Kreditgeschäft in der Hauptsache lediglich dadurch unterscheidet, dass es zweckgebunden, steuerbegünstigt und durch die Ansparung eines Teilbetrags bis zur Zuteilungsreife zinsgünstiger ist.

Unter Zuhilfenahme deutscher und britischer sowie europäischer Definitionen und Begriffsbestimmungen soll in einem Vergleich der Struktur von Finanzdienstleistungsunternehmen und Finanzdienstleistungen im Versicherungs- und Wertpapiergeschäft untersucht werden, ob und inwieweit die festgestellten Wirkungsintentionen von Wohlverhaltenspflichten – namentlich die Abmilderung der Gefahren von *adverse selection* und *moral hazard*<sup>214</sup> sowie eine aufgrund der Wahrnehmung fremder Vermögensinteressen erhöhte Verpflichtung des Finanzdienstleisters für das Wohl des Kunden – in diesen Bereichen wirksam gemacht werden können.

Dabei ist aufgrund der Transaktionsbezogenheit der Wohlverhaltenspflichten für die Feststellung des Anwendungsbereichs die Art des vermittelten Finanzinstruments wichtiger als die ohnehin auf brüchigem Fundament fußenden traditionellen sektoralen Unterschiede zwischen den Finanzdienstleistungsunternehmen, weil der Grad des Informationsbedürfnisses sich eher am Finanzprodukt, den damit verbundenen Risiken, der Dauer der Bindung an das Produkt, etc. orientieren muss.

Im Anschluss an die Klärung des Anwendungsbereichs der Wohlverhaltenspflichten ist anhand der Resolutionen von IAIS und IOSCO und unter Hinzuziehung der erarbeiteten Ergebnisse zum Anwendungsbereich eine Einteilung in verschiedene Pflichtengruppen vorzunehmen.<sup>215</sup> Dies schärft zum einen den Blick für die hinter jeder Pflichtengruppe stehenden spezifischen Regulierungsziele, zum anderen kann dieses grobe Raster der späteren Darstellung der jeweiligen betrachteten Regelungen in den USA, Großbritannien und Europa als Muster dienen.

Nach der Einteilung und Bestimmung des Anwendungsbereichs für Verhaltenspflichten gilt es zum Abschluss dieses Teils, die vielfältigen Möglichkeiten der Durchsetzung von Wohlverhaltensregeln darzustellen.<sup>216</sup>

---

Kommunikationspflichten im Rahmen eines Kreditgeschäfts beschäftigen; vgl. LANG, AcP 2001, S. 451, 550, unter Verweis auf OLG Stuttgart, WM 1999, S. 1007; dagegen allerdings OLG Köln, ZIP 1999, S. 1794, 1795.

<sup>214</sup> Dazu oben § 2 II. 3. a) .

<sup>215</sup> Gleich unter § 7 .

<sup>216</sup> Dazu siehe § 8 .

## § 4 SACHLICHER ANWENDUNGSBEREICH

Wohlverhaltensregeln regeln die Aktivitäten von Finanzdienstleistungsunternehmen im Verhältnis zu ihren Kunden und greifen demnach in direkter Weise in die Rechtsbeziehungen der Beteiligten ein. Aufgrund dieses transaktionsbezogenen Charakters hängt die Ausprägung der Verhaltensregeln maßgeblich von der Art des im Rahmen der Transaktion gehandelten Finanzprodukts ab und weniger von der Typik des involvierten Finanzdienstleisters. Entscheidend für die Notwendigkeit der Regulierung des Verhaltens der Finanzdienstleistungsunternehmen ist die Gefahr allokatonsineffizienter Entscheidungen durch die strukturelle Informationsasymmetrie. Das Ausmaß dieser Informationsasymmetrie wird bestimmt von zwei ein Finanzprodukt kennzeichnenden Faktoren, der Sicherheit und der Komplexität.

Hinsichtlich der Sicherheit gilt folgendes: Je höher die potentielle Rentabilität, desto unsicherer ist das Finanzinstrument in aller Regel, d.h. desto höher ist das korrelierende Risiko des Substanzverlusts z.B. durch stürzende Börsenkurse. Um eine sachgerechte, auf seine Situation bezogene Entscheidung treffen zu können, müssen dem Kunden die finanziellen Auswirkungen und Gefahren eines Finanzprodukts bewusst sein, so dass die Schutzvorschriften umso umfassender ausgestaltet sein müssen, je risikoreicher das Produkt ist.

Auch das Kriterium der Komplexität bestimmt sich nach diesem Muster. Je komplexer ein Finanzprodukt, desto weniger ist dem Kunden ohne informationelle Hilfeleistung klar, ob dieses Produkt seinen Bedürfnissen entspricht.<sup>217</sup> Im übrigen ist die Gefährdung des Kunden durch eigennütziges Verhalten des Finanzdienstleisters im Zusammenhang mit der Transaktion umso höher, je komplexer das betreffende Produkt strukturiert ist, weil es dem Finanzdienstleister mit steigender Komplexität leichter fällt, seinen Informationsvorteil zu seinem Vorteil auszunutzen, ohne dass dies dem Kunden bewusst ist.

Da die Schutzwirkungsrichtung der Wohlverhaltensregeln hauptsächlich auf die Massengeschäfte privater Kleinanleger zielt, soll sich die Untersuchung des sachlichen Anwendungsbereichs von Verhaltenspflichten neben den Kriterien Verlustrisiko und Komplexität auch an der Relevanz für dieses Massengeschäft orientieren. Eine Beschränkung ist auch deswegen geboten, weil das Ziel eines einheitlichen Kanons von grundlegenden Verhaltenspflichten nur dann erreicht werden kann, wenn die davon umfassten Finanzgeschäfte nicht zu divergent sind.

### I. KAPITALANLAGEN

Der Begriff der Kapitalanlage (*investment*) selbst ist nicht einmal national in Deutschland, umso weniger international klar definiert.<sup>218</sup> Die Diversität und Komplexität der Produkte, die in diesen vagen Definitionsbereich hineinfallen, werden gar als Begründung für die Probleme bei der Einführung des Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen angeführt.<sup>219</sup> Die Abgrenzung zu Begriffen wie (Spar-)Einlagen am einen Rand, von Spekulationsgeschäften zu Glücksspiel an einem zweiten oder zu Versicherungsgeschäften an einem dritten ist kaum trennscharf vorzunehmen. Die grundlegende Idee der Kapitalanlage ist hingegen ziemlich einfach: Weit gefasst, geht es darum, Geld bzw. Vermögen aufzuwenden und dafür eine

---

<sup>217</sup> Siehe beispielsweise KIENINGER, AcP 1999, S. 190, 239ff.

<sup>218</sup> DALHUISEN, EBLR 1999, S. 158, 159.

<sup>219</sup> WATSON, BJIBFL 2000, S. 13.

Rendite oder einen Ertrag (*return*) zu erwarten.<sup>220</sup> Dabei sind allerdings hier nur die Anlageformen relevant, bei denen traditionelle Finanzintermediäre Finanzdienstleistungen erbringen.<sup>221</sup>

Neben den organisierten Wertpapier- und Terminmärkten haben sich in Deutschland in den letzten Jahrzehnten eine Vielzahl von Unternehmen der Anlageberatung und –vermittlung gebildet, die in unterschiedlicher Organisation und rechtlicher Einkleidung auf dem „grauen“ Kapitalmarkt tätig sind.<sup>222</sup> Als „grauer“ Kapitalmarkt werden dabei in Deutschland all jene Geldanlagemöglichkeiten bezeichnet, die abseits der staatlich regulierten Märkte für Geldanlagen wie Aktien, Schuldverschreibungen, Derivaten oder Investmentfonds existieren. Auf die vielfältigen „grauen“ Anlagemöglichkeiten wie Anteile an ausländischen Warendermingeschäften und insbesondere steuerlich begünstigten Abschreibungsgesellschaften soll hier nicht näher eingegangen werden, weil derartige Anlageformen für das Massepublikum kaum wesentlich sind. Des Weiteren sind diese Anlageformen so unterschiedlicher Natur, dass sie sich nicht über einen Kamm scheren und daher mittels vereinheitlichter gesetzlicher Verhaltenspflichten kaum sinnvoll regeln lassen.

Auch das Immobiliengeschäft wird zu den Kapitalanlagen im weiteren Sinne gezählt.<sup>223</sup> Immobilien sind eine alternative Möglichkeit, Kapital zu lagern und werden, sofern sie nicht für den Eigengebrauch genutzt werden, in der Regel gekauft, um in der Folge mit einer Rendite wieder verkauft zu werden. Allerdings werden Immobiliengeschäfte normalerweise nicht von klassischen Finanzintermediären, sondern von Immobilienmaklern vermittelt und entsprechend gemeinhin nicht unter das Finanzdienstleistungsrecht gefasst. Dies spiegelt sich auch in den Begrifflichkeiten wider: Im Gegensatz zum Geld- oder Finanzkapital, das Vermögen in Geld- oder geldwerten Titeln beschreibt, werden Kapitalanlagen in realen Gütern als Sach- oder Realkapital bezeichnet. In Großbritannien sind Immobiliengeschäfte ebenso von der Finanzdienstleistungsregulierung ausgeschlossen.<sup>224</sup> Der Begriff des *investment* wird dort negativ nach dem *touch-and-see principle* bestimmt, demzufolge verkörpertes Eigentum, das ein potentieller Käufer inspizieren und dessen Zustand er vor dem Kauf gar selbst beurteilen kann, nicht als *investment* im Sinne des Finanzdienstleistungsrechts eingestuft wird. Ein *investment* in diesem Sinne erfordert also, dass der Käufer die Kapitalanlage selbst nicht mit seinen Sinnen inspizieren bzw. kontrollieren kann. Letztlich ist entscheidend aber wohl, dass physisch fassbare Kapitalanlagen (*tangible investments*), der Markt, auf dem sie gehandelt werden und die Anleger, die sie kaufen, sich so stark von Kapitalanlagen des Finanzmarktes unterscheiden, dass jedenfalls nicht das gleiche Regulierungssystem angewandt werden kann. Dies gilt insbesondere für spezielle gesetzliche Wohlverhaltensregeln, die eine strukturell erhöhte Informationsasymmetrie abmildern sollen, die im Immobiliengeschäft aufgrund der physischen Fassbarkeit nicht in diesem Maße gegeben ist. So eingeschränkt lassen sich Kapitalanlagegeschäfte für den Privatkundensektor einteilen in das Wertpapier- und das Einlagengeschäft.

### 1. WERTPAPIERGESCHÄFTE

Im Bereich der Wertpapiergeschäfte sind spezielle Verhaltenspflichten für Finanzdienstleister entwickelt worden; dort sind gemeinhin die beiden Faktoren Risiko und Komplexität am höchsten. Dabei ist für die Zwecke dieser Untersuchung zu unterscheiden zwischen

---

<sup>220</sup> PAGE/FERGUSON, S. 4.

<sup>221</sup> Siehe § 2 I.

<sup>222</sup> Dazu näher ASSMANN in ASSMANN/SCHÜTZE (1. AUFLAGE), § 1 Rn. 10ff.

<sup>223</sup> Ausführlich STROHM in ASSMANN/SCHÜTZE, §§ 20, 21.

<sup>224</sup> Allerdings erst nach eingehender Diskussion im Rahmen der Verabschiedung des FSAct 1986; vgl. PAGE/FERGUSON, S. 233; dazu mehr siehe § 11 I. 1. b) (i)

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

traditionellen Wertpapiergeschäften (Effektengeschäften), Derivatgeschäften und Investmentfonds. Die ersten beiden Anlagearten werden direkt auf dem Kapitalmarkt abgewickelt, die letztere geht einen indirekten Weg über die Poolfunktion einer Kapitalanlagegesellschaft. Zur Bedeutung der Wertpapiergeschäfte für die Privatwirtschaft sei nur auf 11 Millionen Deutsche hingewiesen, die ein Wertpapierdepot besitzen.<sup>225</sup>

### a) EFFEKTENGESCHÄFTE

Effektengeschäft ist die Anschaffung und Veräußerung von Wertpapieren für andere.<sup>226</sup> Die Transformationsleistungen derivativer Finanzintermediäre sind für die Natur des Effektengeschäfts mithin konstitutiv.

Damit im Rahmen der volkswirtschaftlich effizienten Kapitalallokation die Suche nach den richtigen Wertpapieren bzw. die Suche nach den Anlegern im Anschluss an die Emission nicht zu zeit- und kostenintensiv wird, haben sich als Vermittlungsplätze geregelte und organisierte Märkte entwickelt, von denen die Börsen die bekanntesten sind.<sup>227</sup> Auch Börsen sind in gewisser Weise Finanzintermediäre, durch die Kapitalgeber und –nehmer zueinander finden. Anders als bei den oben beschriebenen Finanzintermediären findet an der Börse aber keine Transformationsleistung statt, die Börse hat insofern lediglich die Funktion eines Katalysators für den Kapitaltransfer, von dem weder das Kapital als Produkt selbst noch damit zusammenhängende Informationen transformiert werden.

Der Zugang zur Börse ist traditionell beschränkt, um die Bonität der an der Börse tätigen Händler zu gewährleisten und somit dafür Sorge zu tragen, dass jeder Teilnehmer mit jedem kontrahieren kann. Daher wird der Handel über derivative Finanzintermediäre wie Banken oder andere Wertpapierdienstleistungsunternehmen abgewickelt, die über eine Börsenzulassung verfügen. Für die direkte Anlage an der Börse existieren bei grober Einteilung zwei verschiedene Wertpapiergruppen, die Aktien und die verzinslichen Wertpapiere.<sup>228</sup>

Die wichtigste Stellung im Effektengeschäft nehmen die Aktien (*shares*) ein. Die Aktie ist ein Anteils- oder Teilhaberpapier und verbrieft das wirtschaftliche Miteigentum an der Aktiengesellschaft, die die Aktien ausgegeben hat.<sup>229</sup> In den Kurs der Aktie fließen im Wesentlichen die Erwartungen auf künftige Gewinne und Geschäftserfolge der Aktiengesellschaft ein. Diese sind auch in starkem Maße von der Entwicklung der Gesamtwirtschaft und der die Tätigkeit des Emittenten prägenden Branche abhängig, so dass bei der Anlageentscheidung eine Fülle von Faktoren zu beachten ist. Aktien sind risikoreiche Kapitalanlagen, weil ein Gewinn weder in Form steigender Kurswerte noch mittels Auszahlung einer Dividende garantiert ist und bei Kursverlusten ein Abschmelzen der Kapitalsubstanz droht. Aktiengeschäfte sind eher kurzfristiger Natur, der kontinuierlich erfolgende An- und Verkauf von Aktien mit der Hoffnung der Gewinnmitnahme ein wesentliches Merkmal. Entsprechend hoch ist das Bedürfnis der Anleger auf dem Sekundärmarkt, über die Merkmale und spezifischen Risiken eines Aktienpapiers unterrichtet zu werden. Desgleichen sind die Abwicklungsmodalitäten des Geschäfts an der Börse für den Anleger intransparent, so dass er auch in dieser Hinsicht des Schutzes bedarf.

Verzinsliche Wertpapiere (*bonds*) – auch Rentenwerte, Anleihen, Bonds oder Obligationen genannt – sind Schuldverschreibungen, die von staatlichen Stellen und Unternehmen am

<sup>225</sup> Vgl. BROST/ROHWETTER, *Wir alle – finanzielle Analphabeten*, Die Zeit, 45/2002, Wirtschaftsteil; dabei ist diese Zahl in Deutschland noch gering. In den USA beispielsweise hielten 1997 schon 44% der Haushalte Wertpapiere, vgl. Die Welt, 23.02.1999, Forum.

<sup>226</sup> So die frühere Legaldefinition in § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 des deutschen Kreditwesengesetzes (KWG).

<sup>227</sup> Siehe KÜMPEL (BANKRECHT), S. 1336.

<sup>228</sup> Dazu ausführlich ROTH in ASSMANN/SCHÜTZE (1.AUFLAGE), § 11 Rn. 20ff.

<sup>229</sup> Ibid., § 11 Rn. 20f.



Primärmarkt emittiert werden. Im Gegensatz zu Aktien garantieren sie einen festen oder variablen Zinsertrag – ähnlich einer Rente – während einer bestimmten Laufzeit und haben unterschiedliche Tilgungsformen.<sup>230</sup> Ein solches Wertpapier verbrieft kein Miteigentum an dem Vermögen des Emittenten, sondern eine bloße Forderung, die ähnlich wie ein Kredit wirkt: Das Kapital wird quasi leihweise zur Verfügung gestellt und kann unter Umständen gekündigt und zurückgefordert werden. Wie Aktien werden auch Rentenpapiere an der Börse von derivativen Finanzintermediären einem größeren Anlegerpublikum vermittelt.<sup>231</sup> Die Rentenpapiere sind als Kapitalanlagen zwar grundsätzlich mit einem geringerem Risiko behaftet als Aktien, weil die Gefahr des Kapitalverlustes sich auf die Fälle beschränkt, in denen ein Rentenpapier aus Solvabilitätsgründen nicht mehr bedient wird und im übrigen eine gewisse Verzinsung als Kapitalertrag garantiert ist. Trotzdem besteht in Anbetracht der Produktvielfalt und der verringerten Liquidität aufgrund eingeschränkter Verkaufsmöglichkeiten auch im Bereich der Rentenpapiere ein signifikantes Informationsgefälle zwischen dem Finanzintermediär und seinen Kunden. Letztere wissen weniger über die Zuverlässigkeit des jeweiligen Papiers als der vermittelnde Finanzintermediär. Wie bei der Aktienvermittlung ist die Geschäftsabwicklung der Kontrolle des Anlegers weitgehend entzogen und daher der Gefahr der Manipulation seitens der Finanzdienstleister ausgesetzt.

##### b) DERIVATGESCHÄFTE

Derivatgeschäfte unterscheiden sich von Effektengeschäften nicht durch den Gegenstand oder die Art und Weise des Handels, sondern durch die Modalitäten der Erfüllung eines Geschäfts. Der Begriff der Derivate (*derivatives*) erklärt sich daraus, dass diese Finanzinstrumente zwar eigenständiger Natur, aber von traditionellen Finanzierungsbeziehungen wie Aktien oder Anleihen abgeleitet sind.<sup>232</sup> Sie beziehen sich stets auf einen Basiswert, der von einem Handelsgegenstand auf einem Finanz- oder Warenmarkt stammt.<sup>233</sup> Typische Basiswerte sind beispielsweise Aktien, Anleihen, Währungen, Rohstoffe oder Indizes wie der DAX.

Derivate sind neuartige Finanzinnovationen, deren Vorteil die überaus große Flexibilität ist, die es erlaubt, Zins-, Währungs- und Liquiditätsrisiken von den traditionellen Instrumenten zu lösen und separat zu managen. Zwei Grundformen werden unterschieden: Bindende Verträge über den künftigen Kauf (oder Verkauf) eines Basiswerts zu vorfixierten Preisen (Termingeschäfte) oder Rechte zum künftigen Kauf eines Basiswerts, die jedoch nicht genutzt werden müssen und auch verfallen können. Bei letzteren steht die Erfüllung durch Vermittlung von Basiswerten entweder nicht im Vordergrund (Optionsgeschäfte) oder ist sogar häufig ausgeschlossen, so dass es allein darauf ankommt, an einer bestimmten preislichen Entwicklung eines Basiswertes (*underlyings*) zu partizipieren (z.B. *financial futures*). Im Gegensatz zu traditionellen Finanzprodukten sind solche Geschäfte nicht Bestandteil des Kapitalflusses zwischen Investor und Kapitalnehmer und tragen daher nicht zum Ausgleich zwischen dem Finanzierungsbedarf der Unternehmen einerseits und dem Anlagebedarf überschüssigen Kapitals von Privat- und Großanlegern bei.

Die meisten Derivatprodukte wie *swaps*, *caps* und *floors* sind großen Kreditinstituten und institutionellen Anlegern wie Industrieunternehmen und Versicherungen vorbehalten. Der Handel findet an der Börse (Börsentermingeschäfte), zunehmend aber auch außerhalb von Börsen auf sogenannten *over the counter* (OTC)-Märkten statt, bei denen den

---

<sup>230</sup> Dazu BÜSCHGEN, S. 42.

<sup>231</sup> KÜMPEL (Bankrecht), S. 1228.

<sup>232</sup> BÜSCHGEN, S. 182.

<sup>233</sup> Ausführlich KÜMPEL (BANKRECHT), S. 1642ff.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

zugrundeliegenden Instrumente die für den Börsenhandel erforderliche Standardisierung fehlt.<sup>234</sup>

Derivate können je nach Ausgestaltung vielen verschiedenen Zwecken dienen. Im Bereich der institutionellen Großanleger haben insbesondere sogenannte *hedging*-Geschäfte, mit denen Risiken abgesichert werden sollen, an Volumen zugenommen.<sup>235</sup> Typisches Merkmal eines *hedging*-Geschäfts ist, dass die Vertragsparteien von gegenläufigen Markt- oder Zinsentwicklungen ausgehen und dementsprechend gegensätzliche Finanzprodukte erwerben. Das vorhandene Preisrisiko im Hauptgeschäft wird durch ein in etwa kompensatorisches Risiko am Terminmarkt ausgeglichen. Bei einer Marktentwicklung in eine Richtung zahlt der „Gewinner“ dem „Verlierer“ eine Ausgleichszahlung, so dass beide Seiten gegen das Zins- oder Kursänderungsrisiko abgesichert sind. Derartige Abmachungen werden in großem Umfang beispielsweise zur Sicherung von Im- und Exportgeschäften vereinbart, bei denen zu einem späteren Termin, aber zu bereits fixierten Preisen zu liefern ist.<sup>236</sup> *Hedging*-Geschäfte sind also nicht ertragsorientiert und stellen daher keine Kapitalanlagen dar.<sup>237</sup>

Derivate eignen sich insbesondere aber auch zu Kurs-(Preis-)Spekulationen, bei denen Marktrisiken eingegangen werden, ohne über eine entsprechende Position in einem Basiswert zu verfügen.<sup>238</sup> Bei diesen Terminspekulationen können Gewinne ohne oder nur mit geringem Einsatz von Kapital erzielt werden. Entwickeln die Marktpreise sich aber nicht in die erwünschte Richtung, können in ihrem Umfang schwer voraussehbare Verluste entstehen.<sup>239</sup>

Gewinnorientierte Optionsscheine (*warrants*), die das Recht, nicht aber die Verpflichtung verbriefen, eine bestimmte Menge eines Basiswertes zu (ver)kaufen, sind als Anlageinstrument auch auf Privatanleger zugeschnitten und sollen stellvertretend kurz beschrieben werden: Optionsscheine werden ganz überwiegend von Banken emittiert und sind als eigene Wertpapiere an der Börse notiert. Der Käufer eines Kauf-Optionsscheines (*call option*) erwirbt gegen Zahlung des Optionspreises das Recht, innerhalb der Laufzeit der Option – der Optionsfrist – ein Wertpapier wie z.B. eine Aktie zu einem vereinbarten Preis – dem sogenannten Ausübungskurs – zu kaufen. Steigt der Kurs der Aktie als Basiswert im Laufe der Optionsfrist, gewinnt häufig das Optionsrecht überproportional an Wert, bei einem Kursverfall der Aktie hingegen wird der Käufer das Optionsrecht nicht ausüben, der Optionsschein verfällt und der Optionspreis ist verloren. Beim umgekehrten Konstrukt der *put option* sichert sich ein Anleger gegen einen antizipierten Kursverfall einer Aktie ab und erwirbt eine Option auf den Verkauf eines Basiswertes bei Ablauf der Optionsfrist zu einem vorher fixierten Kurs. Die Struktur dieser gewinnorientierten Derivatgeschäfte weist gewisse Ähnlichkeiten mit dem Glückspiel auf; es locken jeweils exorbitante, allerdings unsichere Gewinnmöglichkeiten bei hohem Risiko des Kapitalverlusts. Auf Fragen der Abgrenzung zwischen gesellschaftlich nicht goutiertem Glückspiel und der wirtschaftlich gerechtfertigten Spekulation auf den Finanzmärkten kann hier nicht näher eingegangen werden.<sup>240</sup>

---

<sup>234</sup> KÜMPEL (BANKRECHT), S. 1644.

<sup>235</sup> Ausführlich KÜMPEL (BANKRECHT), S. 1645f.

<sup>236</sup> SCHWINTOWSKI, JZ 1996, S. 702, 704.

<sup>237</sup> So auch für das deutsche Recht BT-Drucks. 10/318, S. 46 zur Neufassung des Begriffs des Börsenspekulationsgeschäfts (§ 89 Abs. 2 BörsG).

<sup>238</sup> CLAUSSEN, .S. 562.

<sup>239</sup> Die Gefährlichkeit solcher Finanzinstrumente nicht nur für unerfahrene sondern selbst für professionelle Anleger hat sich zuletzt im Fall der Barings Bank gezeigt, deren Singaporer Chefderivatehändler Leeson 1995 mehrere Milliarden US-Dollar bei Derivatgeschäften verlor und dadurch die traditionsreiche Bank im Alleingang in den Bankrott trieb. Aufgrund dieser generell unüberschaubaren Risiken gibt es im deutschen Recht spezielle anlegerschützende Vorschriften für Börsentermingeschäfte, den Termineinwand der §§ 52, 53 BörsG, unterstützt vom allgemeinen Differenzeinwand des § 764 BGB.

<sup>240</sup> Ausführlicher PAGE/FERGUSON, S. 5f.

Aufgrund ihrer Konstruktion ist das Risiko bei spekulativen, d.h. ertragsorientierten Derivatgeschäften gegenüber traditionellen Effektengeschäften erheblich gesteigert: Kursveränderungen des Basiswerts schlagen in potenziierter Form auf die Derivate durch. Diese können dadurch erheblich höhere potentielle Gewinnchancen, aber auch Verlustrisiken aufweisen, die bis zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals führen können. Sowohl im Hinblick auf die Vielzahl der entwickelten Instrumente als auch auf die in ihnen jeweils verkörperten Chancen besteht daher zwischen Finanzintermediär und Kunde ein erhöhtes Informationsgefälle und die Gefahr einer erheblich verminderten Transparenz.<sup>241</sup>

### c) INVESTMENTFONDS

Investmentfonds bieten gerade dem privaten Anleger die Möglichkeit, bei der Anlage von Kapital die Vorteile zu nutzen, die sonst nur große Vermögen bieten.<sup>242</sup> Dies wird erreicht, indem die Gelder von Kleinanlegern in einem Fonds gebündelt werden. Durch eine breite Streuung des Kapitals auf eine Vielzahl von Wertpapieren oder anderen Kapitalanlageformen wird dann das Anlagerisiko reduziert. Die beiden prägenden Merkmale eines Investmentfonds sind daher die Risikostreuung und die Gewährleistung eines Marktzutritts für „kleines Geld“. Die Besonderheit dieser Anlageform besteht darin, dass das Fondsmanagement entscheidet, welche einzelnen Anlagegeschäfte mit den Mitteln des Fondsvermögens getätigt werden sollen, während sich die Entscheidung des Anlegers auf die Auswahl eines Fonds beschränkt. Dieses sogenannte offene (echte) Fondsgeschäft<sup>243</sup> ist somit eine institutionalisierte und standardisierte Vermögensverwaltung, die ähnlich wie die nichtstandardisierte Vermögensverwaltung dadurch gekennzeichnet ist, dass dem Finanzdienstleister ein Entscheidungsspielraum eingeräumt wird.<sup>244</sup> Die Investmentgesellschaft ist dabei von dem eigentlichen Investmentfonds, der als Sondervermögen geführt wird, getrennt und hat keinen direkten Zugriff auf das Geld der Anleger. Im Hinblick auf Systemstabilität und Verbraucherschutz sind Investmentfonds daher eine vergleichsweise sichere und solide Kapitalanlage.

Die Bedeutung von Investmentfonds für den europäischen Finanzmarkt ist groß: Insgesamt haben Privatanleger in Europa mehr als drei Billionen Euro in Investmentfonds angelegt; die Investitionen institutioneller Anleger erreichen eine Summe ähnlicher Größenordnung.<sup>245</sup> In Deutschland wie auch in anderen europäischen Ländern werden inzwischen mehr Investmentfonds-Anteile als Aktien erworben. Unterschieden wird mit international nicht einheitlicher Einteilung zwischen Aktien-, Renten-, Geldmarkt-, Pensions- und gemischten Fonds. Aktienfonds haben heute international und auch in Deutschland die sichereren Rentenfonds, die dem Namen entsprechend in festverzinsliche Wertpapiere wie Anleihen oder Obligationen investieren, als populärste Anlageform überholt.<sup>246</sup>

<sup>241</sup> ASSMANN in ASSMANN/SCHÜTZE (1. Auflage), § 1 Rn. 73; In ähnlicher Form stellt sich dieses Problem bei der Absicherung dienenden *hedging*-Geschäften, auch wenn diese aufgrund der fehlenden Gewinnorientierung keine Kapitalanlagen im herkömmlichen Sinne sind. Denn unzureichende Informationen können dazu führen, dass Absicherungsgeschäfte durchgeführt werden, obwohl die Größe des abzusichernden Risikos diese nicht oder nicht in ausreichendem Maße rechtfertigt und so potentielle Kapitalerträge aufgrund der Differenzzahlungspflicht nicht genutzt werden können.

Aus diesen Gründen sind an das Verhalten von Wertpapierdienstleistern auch und insbesondere bei der Vermittlung von Derivatgeschäften spezielle Anforderungen zu stellen, die sich in erhöhten Informationspflichten niederschlagen. Allerdings werden *hedging*-Geschäfte kaum von Privatkunden getätigt und sind grundsätzlich Unternehmen vorbehalten.

<sup>242</sup> Näher dazu KÜMPEL (BANKRECHT), S. 1547ff.

<sup>243</sup> LANGE, S. 44.

<sup>244</sup> KÜMPEL (BANKRECHT), S. 1337.

<sup>245</sup> PFEIFFER (INVESTMENTFONDS), S. 8.

<sup>246</sup> Auch der Altersvorsorge dienende, den Investmentfonds zumindest artverwandte Pensionsfonds werden in den nächsten Jahren erheblich an Bedeutung gewinnen, dazu mehr siehe § 4 II. 2. .

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

Im Gegensatz dazu stehen sogenannte geschlossene Fonds, deren Gegenstand im Regelfall einzelne, an den Finanzmärkten nicht gehandelte Projekte wie z.B. der Bau eines Schiffes oder einer Immobilie sind. Bei geschlossenen Fonds gilt das Prinzip der Risikomischung aufgrund der Konzentration auf ein oder einige wenige Objekte nicht. Sie sind nicht Gegenstand des Massen- bzw. Kleinanlegergeschäfts und sollen daher im Rahmen dieser Untersuchung nicht näher behandelt werden.<sup>247</sup>

Auch beim Investmentfonds-Vertrieb besteht ein Bedürfnis für besondere Verhaltenspflichten. Aus der Sicht des Anlegers sind Verhaltenspflichten, insbesondere Informationspflichten bei derart mittelbaren Kapitalanlagen grundsätzlich nicht weniger notwendig als bei unmittelbaren Anlagegeschäften.<sup>248</sup> Eine intensive Aufklärung ist auch hier notwendig, um sicherzustellen, dass der Kunde die Eigenschaften des Finanzinstruments als solches verstanden hat; entsprechend ist besonders auf die Zusammensetzung des Fondsvermögens, die Anlagestrategie des Fonds, auf die Verwendung der Erträge und auf das Bewertungsverfahren hinzuweisen.<sup>249</sup>

### 2. EINLAGENGESCHÄFT

Kerngeschäfte der Banken neben dem Kreditgeschäft sind das Einlagengeschäft und die Abwicklung des Zahlungsverkehrs.<sup>250</sup> Die Abwicklung des Zahlungsverkehrs über Girokonten ist schwerlich als Kapitalanlage einzuordnen, weil im Normalfall keine Zinsen gezahlt werden und demnach keine Rendite zu erwarten ist; das Kapital verbleibt in der Regel nur so lange auf dem Konto, bis es entweder dem Zahlungszweck entsprechend verbraucht oder Kapitalanlagezwecken zugeführt worden ist.

Spareinlagen bei einer Bank oder Sparkasse hingegen werden geleistet, um einen Ertrag zu erhalten, so dass außer der semantischen Bezeichnung ein tatsächlicher Unterschied zwischen Spareinlagen und Kapitalanlagen nicht auszumachen ist.<sup>251</sup> Das Einlagengeschäft ist eine rein originäre Intermediationsleistung, bei der das eingesetzte Kapital von der Bank selbst transformiert und z.B. in Form eines Kredits einem Kapitalnehmer überlassen wird.

Im Einlagengeschäft gehen Verhaltenspflichten für den Umgang mit den Kunden nicht über die im Rahmen von Vertragsbeziehungen im allgemeinen bestehenden zivilrechtlichen Sorgfaltspflichten hinaus und sind nicht Gegenstand besonderer gesetzlicher Regelung gewesen. Dies mag daran liegen, dass Bankregulierung primär dem Systemschutz verpflichtet ist. Wichtiger scheint indes, dass die Informationsasymmetrie zwischen Bank und Kunde beim Einlagengeschäft im Gegensatz zu den Finanzdienstleistungen des Wertpapiergeschäfts aufgrund der unkomplexeren Natur des Geschäfts weniger ausgeprägt ist. Daher ist auch die Schutzbedürftigkeit geringer zu bewerten.<sup>252</sup> Des Weiteren ist auch das Verlustrisiko bei einer Einlage z.B. als Festgeld oder auf dem Sparbuch ungleich geringer, weil kein Substanzverlust durch Kursstürze droht.<sup>253</sup>

---

<sup>247</sup> Allerdings sind gerade in diesem Bereich innovative Finanzinstrumente entstanden, die die Sektorengrenzen zwischen Versicherungsgeschäften und Wertpapiergeschäften aufweichen; beispielhaft können hier Fonds für die Zweitverwertung von Lebensversicherungen erwähnt werden, die nach Großbritannien und den USA nun auch in Deutschland aufgelegt werden.

<sup>248</sup> So zutreffend LANGE, S. 45.

<sup>249</sup> KOLLER in ASSMANN/SCHNEIDER, § 31 Rn. 106a.

<sup>250</sup> Vgl. nur für die europäische Begriffsetzung: Art. 1 Nr. 1 der Richtlinie 2000/12 EG v. 20.03.2000 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit von Kreditinstituten, ABl. EG L 126/1 v. 26.05.2000.

<sup>251</sup> Im deutschen Recht ist der Wertpapiercharakter des Sparbuchs streitig; mehr dazu siehe KÜMPEL (BANKRECHT), S. 319.

<sup>252</sup> Ebenso WALKER, *Revue de la Banque* 1990, S. 371.

<sup>253</sup> ZUFFEREY, S. 73.

Aus dem Einlagengeschäft der Banken lassen sich daher für die Untersuchung spezieller gesetzlicher Wohlverhaltensregeln für Finanzdienstleister keine weiteren Erkenntnisse ziehen. Inwieweit eine Ausweitung besonderer gesetzlicher Verhaltenspflichten auch auf das Einlagengeschäft geboten ist, muss anderen Analysen vorbehalten bleiben. Bei kursorischer Betrachtung scheint eine einheitliche Behandlung aller Kapitalanlagen oder kapitalanlageähnlichen Finanzdienstleistungen allerdings wünschenswert zu sein. Eine Bank, die neben dem eigenen Einlagengeschäft zumindest in Deutschland in der Regel auch Wertpapiergeschäfte vermittelt, muss nicht nur gehalten sein, den Kunden über die Risiken der unterschiedlichen Wertpapieranlagen zu informieren, sondern sollte ihm solche, den Bedürfnissen des Kunden eventuell eher entsprechenden Anlagemöglichkeiten auch nicht zugunsten des für die Bank möglicherweise einträglicheren Einlagengeschäfts vorenthalten. Denn die Bank kann mit niedrigverzinsten Einlagen möglicherweise durch Umwandlung des Kapitals mittels Anlage in rentableren Anleihen oder hochverzinsten Kredite mehr verdienen als mit der bei einer bloßen Anlagevermittlung fälligen Provision. Das traditionelle Einlagengeschäft verliert allerdings im Rahmen der *securitization*<sup>254</sup> ohnehin gegenüber direkteren Anlageformen wie Wertpapiergeschäften an Boden, womit das Intermediationsgeschäft der Banken sich weg vom originären Transformationsgeschäft mit zeitstabilen Erträgen hin zum Provisionsgeschäft verlagert. Sind die Provisionsgewinne bei der Vermittlung von Kapitalanlagen für die Bank entsprechend hoch genug, sollte der Anreiz gering sein, dem Kunden eine für diesen unrentablere Einlage in Form von Festgeld oder Sparbuch bei der Bank selbst vorzuschlagen. Der potentielle Konflikt zwischen Eigen- und Kundeninteresse tritt hier jedenfalls offen zutage.

## II. VERSICHERUNGEN

Versicherungsgeschäfte<sup>255</sup> sind wie Kapitalanlagen davon geprägt, dass ein Kunde, hier im allgemeinen als Versicherungsnehmer bezeichnet, Kapital aufwendet und dieses einem Finanzdienstleister zur Verfügung stellt. Versicherungen dienen aber grundsätzlich einem anderen Ziel als Kapitalanlagen. Während Kapitalanlagen die Mehrung des Kapitals bezwecken, geht es bei Versicherungen primär um die Erhaltung von Kapital durch Vermeidung von Risiken.

Eine juristische Definition des Begriffs „Versicherung“ ist nach wie vor nicht einheitlich geklärt; das mag daran liegen, dass auch über die wirtschaftliche Funktion der „Versicherung“ keine klaren Vorstellungen auszumachen sind.<sup>256</sup> Auf die verschiedenen in diesem Zusammenhang vertretenen Theorien kann hier nicht näher eingegangen werden.<sup>257</sup> Die deutsche Rechtsprechung hat folgende Definition des Versicherungsbegriffs geprägt: Eine Versicherung liegt demnach dann vor, wenn sich ein Unternehmen gegen Entgelt für den Fall eines ungewissen Ereignisses zur Erbringung bestimmter Leistungen rechtlich verpflichtet,

---

<sup>254</sup> Dazu siehe § 2 I. 4.

<sup>255</sup> Im Folgenden werden als Versicherungsgeschäfte nur die von privaten Unternehmen angebotenen Privatversicherungsgeschäfte, nicht aber die gesetzlichen Sozial-, Kranken- und Rentenversicherungen betrachtet. Auch die private Krankenversicherung soll aufgrund ihrer national sehr unterschiedlichen Ausprägung nicht in die Untersuchung einbezogen werden; die Rückversicherungen bleiben außen vor, weil derartige Geschäfte grundsätzlich nicht von Privatkunden, sondern ausschließlich von Versicherungsunternehmen nachgefragt werden, die selbst aufgrund ihrer Expertise eines speziellen Schutzes im Rahmen solcher Transaktionen nicht bedürfen.

<sup>256</sup> BK-DÖRNER, Einleitung, Rz. 40.

<sup>257</sup> „Schadensersatztheorie“ (Ersatz eines eventuell eintretenden Schadens), „Bedarfstheorie“ (Deckung eines durch ein nachteiliges Ereignis entstehenden Bedarfs), „Plansicherungstheorie“ (Sicherung eines Vermögensgestaltungsziels).

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

wobei das übernommene Risiko auf eine Vielzahl durch die gleiche Gefahr bedrohter Personen verteilt wird und der Risikoübernahme eine auf dem Gesetz der großen Zahl beruhende Kalkulation zugrunde liegt.<sup>258</sup> Ähnlich definiert das britische Recht ein Versicherungsgeschäft als ein Geschäft, bei dem eine Person, Versicherer (*insurer*) genannt, als Ausgleich für eine vereinbarte periodische Zahlung, Prämie (*premium*) genannt, einer anderen Person, dem Versicherungsnehmer (*insured, policyholder*), bei Eintritt eines bestimmten Ereignisses, das ein gewisses Element der Unsicherheit aufweist, die Zahlung einer Geldsumme garantiert.<sup>259</sup>

Das Risikogeschäft bildet also den Kern des Versicherungsgeschäfts. Risikotransfer ist die Übertragung von Risiken des Versicherungsnehmers auf den Versicherer. Die Prämie ist dabei das Entgelt für die Risikoübernahme. Unter Risiko wird dabei die Summe aller Möglichkeiten verstanden, dass sich Erwartungen eines Systems aufgrund von Störprozessen nicht erfüllen. Die Leistung des Versicherers besteht damit konkret in einem Schutzversprechen, d.h. der ständigen Bereitschaft, beim Eintritt des Versicherungsfalles eine Geldleistung zu erbringen.<sup>260</sup>

Die Unterschiede zwischen den Funktionen einer Versicherung und einer Kapitalanlage sind daher grundsätzlich eindeutig. Im Hinblick auf die Notwendigkeit von Wohlverhaltensregeln im Rahmen der Finanztransaktion verschwimmen diese Unterschiede zwischen Kapitalanlage und Versicherung allerdings, so dass eine genauere Betrachtung der verschiedenen Versicherungstypen geboten erscheint.

Privatversicherungsgeschäfte werden ungeachtet nationaler Besonderheiten europaweit in zwei verschiedene Grundtypen eingeteilt, die Lebensversicherungen und die Nichtlebens- oder Schadensversicherungen.<sup>261</sup>

### 1. LEBENSVERSICHERUNGEN

In Europa prägen bei allen durch nationale steuerliche Vergünstigungen oder Produktgestaltungsregeln bedingten Unterschieden zwei Formen das Lebensversicherungsgeschäft: die reine Risikolebensversicherung und die (gemischte) Kapitallebensversicherung.<sup>262</sup>

#### a) RISIKOLEBENSVERSICHERUNG

Die Risiko(lebens)versicherung basiert auf dem Prinzip, dass eine Person dafür Sorge tragen möchte, dass für den Fall ihres Todes seine Erben bzw. Hinterbliebenen nicht mittellos zurückbleiben. Es handelt sich somit um eine reine Risikoversicherung, die den Schadensversicherungen nicht unähnlich ist, mit dem bloßen Unterschied, dass hier gegen ein Ereignis – den Tod – versichert wird, von dem feststeht, dass es irgendwann eintreten wird. Im Rahmen der Schadensversicherungen hingegen wird üblicherweise ein Ereignis versichert, dessen Eintritt zwar potentiell möglich, aber eben gerade nicht sicher, ja nicht einmal

<sup>258</sup> Z.B. BVerwGE 3, 220, 221; 90, 168, 170; ebenso BGH NJW 1995, 324f.; NJW-RR 1991, 1014.

<sup>259</sup> IVAMY, S. 3f; *Prudence Insurance Co v IRC* [1904] 2 KB 658, 663.

<sup>260</sup> BAZ, S. 12f.

<sup>261</sup> Diese Unterscheidung findet sich sowohl in Großbritannien – siehe BIRDS/HIRD, S. 9f. – als auch in Deutschland – vgl. für die Kapitallebensversicherung SCHWINTOWSKI, JZ 1996, S. 701, insbesondere S. 706ff. oder die Einteilung in GdV, Statistisches Jahrbuch der Versicherungswirtschaft 2001 – und nicht zuletzt auch im europäischen Versicherungsrecht mit der Unterteilung in Versicherungsrichtlinien zu Schaden bzw. Leben: zu den unterschiedlichen Regelungen der in diesen Bereichen bestehenden drei RL-Generationen (jeweils Schaden und Leben) ausführlich GRUNDMANN (SCHULDVERTRAGSRECHT), S. 801ff.

<sup>262</sup> Für eine ausführliche Beschreibung des Produkts Lebensversicherung vgl. EIFERT, S. 42ff.

besonders wahrscheinlich ist.<sup>263</sup> Typprägend für Nichtlebensversicherungen und Risikolebensversicherungen ist gleichermaßen die Risikobewältigung über eine Risikogemeinschaft nach dem Gesetz der großen Zahl. Funktional bewirkt auch die Risikolebensversicherung Sicherheit (für Hinterbliebene), Liquidität, weil als Rücklagenbildung nur die Prämie zu zahlen ist und Erhöhung der Wagnisbereitschaft (Innovationsfunktion), weil finanzielle Freiräume innovativ genutzt werden können.<sup>264</sup> Daher ist die Risikolebensversicherung für die Frage der Anwendung von Wohlverhaltensregeln wie eine Schadensversicherung zu behandeln.<sup>265</sup>

*b) (GEMISCHTE) KAPITALLEBENSVERSICHERUNG UND RENTENVERSICHERUNGEN*

Die Kapitallebensversicherung ist die in Deutschland, Großbritannien und ganz Europa im allgemeinen heute gebräuchlichste Form der Lebensversicherung.<sup>266</sup> Auf dem deutschen Markt wurden 2001 über 60 Milliarden Euro Prämien in Lebensversicherungen eingezahlt<sup>267</sup>, was die Wichtigkeit dieses Finanzinstruments belegt.

Bei dieser Lebensversicherung wird zwar noch das Risiko des Todesfalls mitversichert. Die Übernahme des Todesrisikos durch die Versicherungsgesellschaft ist allerdings ein eher untergeordneter Vertragsbestandteil. In der Praxis laufen die meisten Kapitallebens- bzw. Rentenversicherungen noch zu Lebzeiten des Versicherungsnehmers ab.<sup>268</sup> Der Großteil der Gesamtprämie wird vom Versicherer als Sparbeitrag des Versicherungsnehmers verzinst und im Regelfall nach Überschreiten einer gewissen Altersgrenze entweder als Gesamtsumme (Kapitallebensversicherungen) oder in Raten (Rentenversicherung) ausbezahlt. Da die Absicherung des Todesrisikos nicht Hauptziel der Kapitallebensversicherung ist, ergeben sich bei Realisierung des Todesrisikos erheblich niedrigere Auszahlungsbeträge als bei einer reinen Risikolebensversicherung. Die dominierende Sparkomponente lässt die Kapitallebensversicherung also eher wie eine Kapitalanlage als eine Versicherung wirken. Dabei ähnelt die Kapitallebensversicherung zum einen den Investmentfonds, weil bei beiden Anlageformen die Sicherheit und Langfristigkeit der Anlage im Vordergrund steht. Zum anderen steht die Kapitallebensversicherung aufgrund der langen Laufzeit Altersvorsorgeinstrumenten wie Pensionsfonds oder den gesetzlichen Rentenversicherungen nahe.<sup>269</sup>

Noch deutlicher wird der Charakter als Kapitalanlage bei den neuerdings sehr erfolgreichen index- oder fondsgebundenen Lebensversicherungen, bei denen das ausbezahlte Kapital am Ende der Laufzeit (bzw. bei dem in der Regel nicht eintretenden Todesfall) vom Indexstand oder Fondswert abhängt. Es findet somit bis auf die untergeordnete Komponente Todesfall kein Risikotransfer statt; vielmehr hat der Versicherungsnehmer aufgrund der Abhängigkeit von der Fondsentwicklung ein erhöhtes Anlagerisiko.

---

<sup>263</sup> BIRDS/HIRD, S. 21f.

<sup>264</sup> SCHWINTOWSKI, JZ 1996, S. 702, 708.

<sup>265</sup> Dazu siehe § 4 II. 3. .

<sup>266</sup> Die gesamte Versicherungssumme für Kapitallebensversicherungen in Deutschland lag laut GdV im Jahre 2000 annähernd doppelt so hoch wie diejenige für Risikolebensversicherungen; bei der Zahl der abgeschlossenen Versicherungsverträge dominiert die Kapitallebensversicherung noch deutlicher mit einem Anteil von knapp 80%; Quelle: SCHEDLBAUER, S. 264.

<sup>267</sup> GdV, Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft 2001.

<sup>268</sup> In Deutschland betrug die Summe der ausgezahlten Leistungen wegen Todesfalls im Jahr 2000 nur wenig mehr als ein Zehntel der Auszahlungen durch Vertragsablauf zu Lebzeiten; Quelle: GdV.

<sup>269</sup> Die Bedeutung der Kapitallebensversicherungen für die Altersvorsorge in Deutschland nimmt seit Jahren stetig zu. Ein Vergleich der ausgezahlten Lebensversicherungsleistungen mit den ausgezahlten gesetzlichen Rentenversicherungen ergab nach Angaben des GdV einen Versorgungsanteil von Lebensversicherungen (inkl. Rentenversicherungen) im Jahre 2001 von bereits an die 30%.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

Dementsprechend wird die Kapitallebensversicherung meist als Kapitalanlage angesehen. Nach britischem Recht sind all die Finanzprodukte, bei denen der Anlagecharakter überwiegt, nicht als Versicherungsprodukt, sondern als Kapitalanlage (*investment*) zu betrachten und unterfallen damit den gleichen Regeln wie alle anderen Kapitalanlagen.<sup>270</sup> Ähnlich wird auch in den USA unterschieden – ungeachtet der grundlegenden Unterschiede bei der Regulierung von Versicherungen (auf Staatsebene) und Wertpapieren (auf Bundesebene).<sup>271</sup> Der *U.S. Supreme Court* hat mehrfach geurteilt, dass Privatrentenversicherungen (*annuities*) – wie in Deutschland strukturell den Kapitallebensversicherungen verwandt – jedenfalls auch als *security*, also als Wertpapier, im Sinne der amerikanischen *securities regulation* anzusehen sind.<sup>272</sup> Auch in Deutschland<sup>273</sup> und der Schweiz<sup>274</sup> wird der Kapitalanlagecharakter der gemischten Kapitallebensversicherung bisweilen gesehen, ohne dass dieser Aspekt bisher in der rechtswissenschaftlichen Literatur detailliert aufgearbeitet worden wäre.<sup>275</sup>

Es handelt sich bei der Kapitallebensversicherung also entgegen der Einordnung bei den Versicherungen um eine vergleichsweise sichere, oftmals der Altersvorsorge dienende langfristige Kapitalanlage. Informationsgefälle und Intransparenz sind wie beim Wertpapiergeschäft prägende Faktoren im Rahmen des Vertriebs von Kapitallebensversicherungen. Auch bei Kapitallebensversicherungen ist weder die zukünftige Wertentwicklung noch die Qualität der Aufklärung und Beratung für den Kunden bei der Kaufentscheidung bewertbar.<sup>276</sup> Dies gilt umso mehr, als Kapitallebensversicherungen als langfristige Anlagemöglichkeit vor Vertragsablauf im Regelfall nur mit beträchtlichem Verlust rückgekauft bzw. verkauft<sup>277</sup> werden können. Eine solch langfristige Bindung mit eingeschränkter Möglichkeit der Vertragsauflösung, die für viele Privatkunden ein Hauptaltersvorsorgeinstrument repräsentiert, bedarf ganz besonders einer eingehenden aufklärenden Information, um sicherzustellen, dass der Kunde ein für ihn passendes Produkt auswählt.<sup>278</sup> Die sachgemäße Risikoanalyse und ein seinen Bedürfnissen entsprechendes Deckungskonzept haben für den Versicherungsnehmer weitreichende Folgen, die häufig erst nach Jahren offenbar werden.<sup>279</sup> Auch der Erwerb einer nicht bedarfsgerechten Kapitallebensversicherung kann für einen Kunden langfristig zu finanziellen Notlagen führen, weil er bei seinen nachfolgenden wirtschaftlichen Dispositionen darauf vertraut, dass das Produkt die erwarteten Eigenschaften aufweist. Das bei Kapitallebensversicherungen geringere Risiko des Substanzverlusts der Anlage wird kompensiert durch die Langfristigkeit der Anlage und die Komplexität des Produkts, weil dadurch eine erhöhte Aufklärungsnotwendigkeit bedingt wird.

---

<sup>270</sup> Zur Regelung in Schedule I para. 10 FSAct 1986 siehe PAGE/FERGUSON, S. 232f.;

<sup>271</sup> Dazu siehe § 10 I. 2.

<sup>272</sup> Zuletzt *Nationsbank of NC v. Variable Annuity Life Insurance Co.*, 513 U.S.251 (1995); ausführlich zur diesbezüglichen amerikanischen Rechtsprechung und allgemein zur Einordnung von *insurance products* als *securities*, siehe LOSS/SELIGMANN, S. 241, sowie unten § 10 I. 1.

<sup>273</sup> So KIENINGER, AcP 1999, S. 190, 225; SCHWINTOWSKI, JZ 1996, S. 702, 710; ders., VuR 1997, S. 83, 87; SCHÜNEMANN, JZ 1995, S. 430, 435.

<sup>274</sup> PFUND in DUFOUR/HIRSCH, S. 56.

<sup>275</sup> Eine kursorische Diskussion der Frage findet sich bei MAUNTEL, S. 222ff.

<sup>276</sup> Dazu ausführlich SAH/CAMERON, J.B.L. 1997, S. 143, 146.

<sup>277</sup> Inzwischen gibt es allerdings auch Finanzdienstleister, die den Ankauf, also gewissermaßen eine Zweitverwertung, von Kapitallebensversicherungen betreiben, indem sie Policen von Versicherungsnehmern aufkaufen, die diese – meist aus finanziellen Gründen – nicht mehr bedienen können.

<sup>278</sup> KIENINGER, NVersZ 1999, S. 118, 119f., meint, dass auch beim Vertrieb von Lebensversicherungen eine intensiviertere Aufklärung und Beratung erforderlich sei und bezieht sich auf eine Entscheidung des BGH, Urt. v. 09.07.1998, NJW 1998, S. 2898.

<sup>279</sup> FRICKE, VersR 1995, S. 1134, 1136.



Eine Zuordnung der Kapitallebensversicherung zu den Kapitalanlagen lässt sich überdies auch mit praktischen Erwägungen rechtfertigen: Da das Finanzprodukt Kapitallebensversicherung aufgrund politischer Weichenstellungen in Deutschland steuerlich gefördert wird, sind in den vergangenen Jahren nicht unbeträchtliche Summen an Spareinlagen von Banken an die kapitalbildenden Lebensversicherungen geflossen.<sup>280</sup> Des Weiteren haben Kapitallebensversicherungen die gleichen wirtschaftlichen Funktionen wie Investmentfonds und stehen damit nach Ansicht von Kapitalanlagegesellschaften und Kapitallebensversicherern in direkter Konkurrenz zueinander.<sup>281</sup> Somit ist eine Gleichbehandlung bei den Wohlverhaltenspflichten auch aus wettbewerbspolitischen Erwägungen dringend geboten. Beim Vertrieb des Finanzprodukts „Kapitallebensversicherung“ sind daher ebenso wie beim Vertrieb von Anteilen an Investmentfonds besondere Wohlverhaltensregeln notwendig.<sup>282</sup>

### 2. PENSIONS FONDS

Betriebspensionsfonds (*pension funds*) als langfristige Altersvorsorgeinstrumente nehmen ähnlich den Kapitallebensversicherungen eine Stellung zwischen Kapitalanlagen und Versicherungsgeschäften ein. International seit langem erfolgreich, sind diese Finanzprodukte in Deutschland neuartig („Riester-Rente“). Ein Pensionsfonds wird international definiert als eine Versorgungseinrichtung, die vom Arbeitgeber unabhängig und rechtlich selbständig ist und die dem Arbeitnehmer oder seinen Hinterbliebenen Rechtsansprüche auf künftige Leistungen einräumt.<sup>283</sup> Sie ähneln damit den Investmentfonds der Kapitalanlagegesellschaften und vor allem den Lebensversicherungsunternehmen. Pensionsfonds- wie Lebensversicherungsgesellschaften sind befugt, planmäßig sogenannte biometrische Risiken zu übernehmen, was bedeutet, dass sie Verträge abschließen dürfen, die die finanziellen Risiken der Langlebigkeit und des Todes einer Person abdecken.<sup>284</sup>

Auf der einen Seite ist ihre Überwachung in Deutschland wie die der Kapitallebensversicherungen dem Versicherungszweig der BaFin übertragen.<sup>285</sup> Andererseits dienen sie der Kapitalversorgung im Alter und erfüllen somit eine für Kapitalanlagen typische Funktion. Auch hier wird kein Risiko im Sinne eines Schadenseintritts versichert, sondern lediglich Kapital angespart für den Zeitraum, in dem der Versicherte seinen Lebensunterhalt nicht mehr durch Arbeit verdient. Entsprechend den Ausführungen zu den Kapitallebensversicherungen müssen auch solche Finanzinstrumente, die der privaten Alters- oder allgemein dem Aufbau eines Vermögensstocks dienen, den für Kapitalanlagen geltenden Verhaltenspflichten unterworfen werden. Dies folgt zum einen aus der strukturellen Ähnlichkeit zu anderen langfristigen Anlageinstrumenten wie Kapitallebensversicherungen oder Investmentfondsanteilen. Je länger die Dauer eines Anlageinstruments und je geringer die Wahrscheinlichkeit und Möglichkeit eines Wechsels, desto höhere Anforderungen müssen an Produktinformation und Aufklärung über eventuelle Risiken und die Wahrung der Interessen des Kunden gestellt werden, weil dieser nach Abschluss des Vertrags das Finanzprodukt kaum ohne finanzielle Verluste abstoßen kann. Dabei darf auch die

---

<sup>280</sup> vgl. BAZ, S. 5.

<sup>281</sup> So beispielsweise auch PFEIFFER (INVESTMENTFONDS), S. 8.

<sup>282</sup> SCHWINTOWSKI, JZ 1996, S. 702, 710; ders., VuR 1997, S. 83, 87; KIENINGER, NVersZ, 1998, S. 118, 120; in Bezug auf Deutschland ausführlich zur Anwendbarkeit der Grundsätze der anleger- und objektgerechten Beratung aus dem Wertpapierbereich auf Lebensversicherungsverträge siehe die Monographie von MAUNTEL, S. 196-233.

<sup>283</sup> TIETZE, *Der fünfte Weg*, FAZ 13.11.02, Beilage Versicherungen, S. B2.

<sup>284</sup> TIETZE, a.a.O.

<sup>285</sup> Vgl. § 112 Abs. 2 VAG, der eine Genehmigungspflicht für Pensionsfonds mit Einführung dieser Instrumente ab 1. Januar 2001 durch das BAV (nunmehr BaFin) vorsieht.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

gesellschaftspolitische Bedeutung einer adäquaten privaten Altersvorsorge nicht unberücksichtigt bleiben.

### 3. SCHADENS BZW. NICHTLEBENSVERSICHERUNGEN

Die Nichtlebensversicherungen<sup>286</sup> haben eine nicht zu unterschätzende Bedeutung für die Privatwirtschaft; die Gesamtprämienaufwendungen zur Schadensversicherung allein in Deutschland betrugen im Jahr 2000 knapp € 50 Milliarden.<sup>287</sup> Der Kunde als potentieller Versicherungsnehmer einer Nichtlebens- bzw. Schadensversicherung ist in einer ähnlichen Lage wie der Kapitalanleger, weil er Kapital – in diesem Fall die Prämie – aufwendet, um einen Ertrag zu erlangen. Allerdings besteht der Ertrag hier nicht in einer direkten finanziellen Rendite, sondern in der Absicherung, dass er im Falle des Eintritts eines bestimmten Ereignisses vom Kapitalverlust in Form eines Schadens freigehalten wird. Hinsichtlich der Notwendigkeit oder Sinnhaftigkeit von transaktionsbezogenen Verhaltenspflichten in diesem Bereich ergibt sich jedoch nichts anderes als bei Kapitalanlagen, weil im Wesentlichen die gleichen Überlegungen Anwendung finden. Die Risikoversicherung ist grundsätzlich auf die Milderung finanzieller Folgen unvorhergesehener Lebensumstände zugeschnitten. Auch eine Hausrat- oder Haftpflichtversicherung kann für den Kunden eine so essentielle finanzielle Schutzfunktion haben, dass ein auf unzureichender Information oder Beratung beruhender Ausfall zu einer für ihn von ihm selbständig nicht mehr zu bewältigendem existentiellen Notlage führt. Eine weiteres Merkmal, das Kapitallebens- und Risikoversicherungen gemein haben, die aber auch beispielsweise beim Fondsanlagesparen auftritt, ist, dass zwischen Abschluss der Versicherung und dem angestrebten Erfolg (der Versicherungsleistung) zwangsläufig eine zeitliche Spanne liegen muss, so dass bei Vertragsabschluss kein sichtbarer Leistungsaustausch stattfindet; der Absicherungsbedarf muss vielmehr weit vor dem Vertragsziel „Geldzahlung im Versicherungsfall“ geweckt und befriedigt werden.<sup>288</sup>

Die Risikoabsicherungsfunktion der Schadensversicherung legt einen Vergleich mit dem Derivatgeschäft des *hedging*<sup>289</sup> nahe, denn auch dort ist die Absicherung vor drohenden Kapitalverlusten maßgeblicher Zweck des Geschäfts und nicht die Gewinnmöglichkeit. Das unternehmerische oder persönliche Risiko eines Brandes oder anderen Unfalls, gegen das die Schadensversicherungen absichern sollen, spiegelt sich beim *hedging* im Risiko der Preisentwicklung wider, das durch das gegenläufige Geschäft gebannt werden soll.<sup>290</sup> Wirtschaftlich gesehen werden beim Versicherungsgeschäft wie beim *hedging* Risiken ausgeschaltet. Die Gemeinsamkeiten zwischen *hedging* und Schadensversicherungsgeschäft lassen sich fortführen: Das Interesse des Versicherungsnehmers an der uneingeschränkten Verfügbarkeit über die versicherten Sachen in der Schadensversicherung ist dem zu sichernden Hauptgeschäft beim *hedging* gleichzusetzen. Die Laufzeit des Versicherungsvertrages ersetzt den für *hedging*-Geschäfte typischen fest vereinbarten Ausübungszeitpunkt. Im Unterschied zum *hedging* sind Versicherungsgeschäfte allerdings nicht von der Gegenläufigkeit der Geschäfte geprägt; einen Terminmarkt mit standardisiertem Handel in gegenläufigen auf einander bezogenen Versicherungsverträgen gibt es nicht.<sup>291</sup> Der Risikoausgleich im Versicherungsgeschäft beruht auf der Bildung einer Risikogemeinschaft, bei der – vereinfacht gesagt – alle Versicherungsnehmer in einen Topf

<sup>286</sup> In entsprechend dem Prämienaufkommen in Deutschland absteigender Reihenfolge u.a. Kraftfahrzeug-, Private Kranken-, Sach-, Allgemeine Haftpflicht-, Unfall- und Rechtsschutzversicherung).

<sup>287</sup> Quelle: GdV, Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft 2001.

<sup>288</sup> MEYER in BASEDOW (LEBENSVERSICHERUNG), S. 157, 164.

<sup>289</sup> Zum *hedging* vgl. § 4 I. 1. b)

<sup>290</sup> HENSSLER S. 547.

<sup>291</sup> SCHWINTOWSKI, JZ 1996, S. 702, 705; ders. in BASEDOW (ERNEUERUNG), S. 27, 51.

ein zahlen, aus dem diejenigen Versicherungsnehmer, bei denen sich das Risiko realisiert, bezahlt werden können. Die Bewältigung des Risikoausgleichs durch ausreichend hohe Prämien sowie die Transformation des eingehenden Kapitals in Eigenanlagen oder Kredite ist die dem Versicherungsunternehmen obliegende versicherungsmathematische Aufgabe. Beide Geschäftsarten sind aber in einer solchen Weise vom Prinzip des Risikoausgleichs geprägt, dass trotz dieser unterschiedlichen Abwicklungsmodalitäten die ökonomischen Gemeinsamkeiten überwiegen. Sowohl durch *hedging*- als auch durch (Risiko-) Versicherungsgeschäfte werden Risiken ausgeschaltet, was ökonomisch zu Liquiditätszuwachs und allgemein zur Erhöhung der Innovations- und Wagnisbereitschaft führt.<sup>292</sup>

Spezielle transaktionsbezogene Wohlverhaltensregeln zur Abmilderung der Informationsasymmetrie sind nach allem auch beim Vertrieb von (Schadens-) Versicherungsgeschäften ökonomisch sinnvoll und notwendig. Dies erschließt sich schon aus den Ähnlichkeiten des Risikoversicherungsgeschäfts mit dem *hedging*, hauptsächlich aber aus der Wesensgleichheit mit den Kapitalanlagen. Auch hier besteht die Gefahr, dass ein Kunde aus unzureichender Information heraus Finanzprodukte erwirbt, die er in seiner spezifischen Situation nicht benötigt und die seinen Bedürfnissen nicht entsprechen. Das dafür aufgewendete Kapital könnte er entsprechend ökonomisch sinnvoller anderweitig anlegen bzw. verbrauchen. Auf der anderen Seite besteht die Gefahr, dass er aufgrund mangelhafter Information von einer Absicherung absieht, die für ihn notwendig und wirtschaftlich sinnvoll gewesen wäre. Die Abschätzung, welche Art von Absicherung aufgrund von mathematischen Wahrscheinlichkeiten relevant und notwendig ist, kann der Kunde nicht leisten, weil er nicht über die erforderlichen Sachkenntnisse verfügt. Dies gilt bei den Versicherungsgeschäften mehr noch als bei den üblicherweise nur von (institutionellen) Anlegern mit besonderer Expertise durchgeführten *hedging*-Geschäften.<sup>293</sup> Insbesondere der Privatkunde bedarf daher bei Versicherungsgeschäften der Informationsvermittlung, aufgrund der komplexen versicherungsmathematischen Hintergründe eventuell gar einer intensiveren Aufklärung und Beratung als im Wertpapiergeschäft. Neben diese schwierige Ermittlung der persönlichen Risiken treten die überaus komplizierten Versicherungsbedingungen, in denen Risikoausschlüsse und andere versicherungstechnische Besonderheiten geregelt sind und die kaum ein privater Versicherungsnehmer ohne Hilfe verstehen kann.<sup>294</sup> Schließlich können die potentiellen Substanzverlustrisiken bei Eintritt des Schadensereignisses und fehlender Absicherung weitaus höher sein als bei gängigen Wertpapiergeschäften, bei denen maximal das eingesetzte Kapital verloren werden kann, während ein ohne Versicherung zu tragender Schaden das gesamte Vermögen kosten kann.<sup>295</sup>

Besondere (gesetzliche) Wohlverhaltenspflichten für den Umgang mit den Versicherungsnehmern sind nach allem auch im Bereich der Schadens- bzw. Risikoversicherungsgeschäfte notwendig, um die Versicherungsnehmer in die Lage zu versetzen, eine verständige, bedarfsgerechte Entscheidung zu treffen.<sup>296</sup>

---

<sup>292</sup> Ibid., JZ 1996, S. 702, 705.

<sup>293</sup> Treffend bemerkt dazu der Versicherungsombudsmann der deutschen Versicherungswirtschaft, RÖMER, in der ZEIT, 45/2002: „Eine Versicherung ... übersteigt den Verständnishorizont jedes Durchschnittsmenschen.“

<sup>294</sup> Mit ähnlicher Argumentation, allerdings auf den zivilrechtlichen Bereich beschränkt: KIENINGER, AcP 1999, S. 190, 240.

<sup>295</sup> Die Problematik eines auf unsachgemäßer Aufklärung und Beratung durch den Versicherungsvermittler beruhenden Ausfalls, der in einer selbständig nicht mehr zu bewältigender Notlagen auf Seiten des Kunden resultieren kann, sieht auch FRICKE, VersR 1995, S. 1134, 1136.

<sup>296</sup> So auch MENSCHING, S. 135ff., sowie ders. in VersR 2004, S. 19ff.; im Ergebnis ebenso für Aufklärungs- und Beratungspflichten KIENINGER, AcP 1999, S. 190, 246f., die aber aufgrund ihrer Herleitung aus der zivilrechtlichen Perspektive einer gesetzlichen Normierung im Hinblick auf die Zivilrechtsprechung allenfalls klarstellende Funktion beizuspielt.

### III. ERGEBNIS

Sowohl das Kapitalanlage- als auch das Versicherungsgeschäft ist davon geprägt, dass die vertriebenen Produkte eine überdurchschnittliche Komplexität aufweisen, die den Durchschnittskunden überfordern, so dass sein Verhältnis zu dem Finanzdienstleister, der das Produkt anbietet, typischerweise an der oben beschriebenen Informationsasymmetrie leidet.<sup>297</sup>

Die Untersuchung der Produktstrukturen hat gezeigt, dass auf beiden Märkten eine besonders intensive, über die Verpflichtungen eines Geschäftsbesorgers auf anderen Märkten hinausgehende Interessenwahrung und Informationsvermittlung erforderlich ist.<sup>298</sup> Bei vergleichbarer Marktsituation erscheinen auch vergleichbare Regelungen beim Vertrieb von Wertpapier- und Versicherungsdienstleistungen geboten. Dabei sind ähnliche Finanzprodukte entsprechend ähnlichen Regeln zu unterwerfen. Dies ist zur Vermeidung von Wettbewerbsverzerrungen insbesondere für die Finanzinstrumente unabdingbar, die wie Investmentfonds und Kapitallebensversicherungen trotz ihrer herkömmlich unterschiedlichen institutionell-aufsichtsrechtlichen Einordnung kaum unterscheidbare Ziele aufweisen und zunehmend losgelöst von alten Barrieren von verschiedenen Finanzdienstleistertypen vertrieben werden.

---

<sup>297</sup> Die weitgehende Parallelität der Vertriebssituationen in den beiden Finanzdienstleistungsbranchen des Versicherungs- und Wertpapiergeschäfts wurde in Deutschland auch von einer Vielzahl renommierter deutscher Versicherungswissenschaftler auf der 7. Wissenschaftstagung des Bundes der Versicherten zum Thema anleger- und objektgerechte Beratung im Versicherungsgeschäft im Juni 1997 anerkannt, vgl. BASEDOW (BERATUNG), S. 31ff. – zustimmende Diskussionsbeiträge beispielsweise von SCHWARK, KIENINGER, REIFNER, BASEDOW (der besonders auf die vergleichbaren Faktoren Unsichtbarkeit und Langfristigkeit hinwies) und WINKLER VON MOHRENFELS (Gemeinsamkeiten seien das typische Vertrauensverhältnis und die mangelnde Beurteilungsfähigkeit der Verbraucher); einschränkend – keine vollständige Übertragbarkeit trotz grundsätzlich ähnlicher Problemstellung – RÖMER in BASEDOW (BERATUNG), S. 23, 28.

<sup>298</sup> So auch HAGHOFER/MAYER, S. 583, 587; vgl. auch ALPA, EBLR 2001, S. 244, 249; KIENINGER, AcP 1999, S. 190, 245f.; für den britischen Versicherungsbereich siehe auch BOLÉAT, JFRC 1998, S. 70 (*“But the nature of insurance is such that some regulation of conduct of business is essential.”*).

## § 5 VERPFLICHTETER PERSONENKREIS

Nach der Bestimmung des sachlichen Anwendungsbereichs gilt es nun auch den Kreis der Personen zu definieren, die verpflichtet sein sollten, Wohlverhaltensregeln einzuhalten.

Ökonomisch gesehen ist es sinnvoll, die Finanzintermediäre, insbesondere die derivativen Finanzintermediäre, mit der Behebung der Informationsasymmetrie zu belasten. Nach der ökonomischen Analyse des Rechts sind rechtliche Pflichten und Lasten dann optimal verteilt, wenn derjenige mit Rechtspflichten und Lasten versehen wird, der diese am kostengünstigsten tragen kann (*cheapest cost avoider*).<sup>299</sup> Das Rechtssystem kann zur Minderung der bei Finanzgeschäften anfallenden Transaktionskosten (Such-, Bewertungs-, Überwachungs- und Verhandlungskosten) beitragen, indem es die Funktion der Informationsbereitstellung und -übermittlung dem Geschäftspartner zuweist, der diese Aufgabe am kostengünstigsten erfüllen kann.<sup>300</sup> Grundsätzlich sind Finanzdienstleister aufgrund ihrer Position am Markt besser dazu in der Lage, die notwendigen Informationen über Finanzprodukte zu sammeln und vorzuhalten als der einzelne Kunde.<sup>301</sup> In Anbetracht der Ausbreitung des Internets und den damit verbundenen vielfältigen Informationsmöglichkeiten ist es zum ersten Mal allerdings auch dem Privatkunden von Finanzdienstleistungen zumindest theoretisch möglich, sich ohne prohibitiv hohe Kosten so zu informieren, wie dies früher nur institutionelle Anleger konnten. Aufgrund dieser verbesserten Informationsmöglichkeit wird die Grundinformiertheit der Kunden erhöht, was die durchschnittlichen Transaktionskosten sinken lässt. Dies wird aber wegen der von den Finanzdienstleistern genutzten Skaleneffekten nie dazu führen, dass die Beschaffung von Informationen für den privaten Verbraucher genauso preisgünstig möglich sein wird wie für professionalisierte Finanzintermediäre. Daher wird den professionellen Finanzdienstleistern weiterhin eine Schlüsselrolle bei der wirtschaftlich sinnvollen Abmilderung der Informationsasymmetrie zukommen.

Verhaltensregeln können auch als Berufspflichten von Finanzdienstleistungsunternehmen bezeichnet werden.<sup>302</sup> Berufspflichten sind im Finanzdienstleistungssektor und anderen Bereichen des gesellschaftlichen Lebens entwickelt worden, um den strukturellen Informationsasymmetrien, die sich aufgrund der zunehmenden Differenzierung und Spezialisierung der Gesellschaft zwischen den Fachleuten und den meist privaten Kunden aufzutun, zu begegnen.<sup>303</sup> Diese Machtkonzentration auf Seiten der Berufsträger gegenüber den Nichtfachmännern lässt sich durch einfache Vertragsgestaltung häufig nicht mehr beheben – für dieses Defizit ist der Finanzdienstleistungsbereich geradezu exemplarisch.<sup>304</sup> Das Verhalten regelnde besondere gesetzliche Berufspflichten flankieren und ergänzen somit weitergehende regulatorische Maßnahmen wie Berufszulassungsregeln, die erheblich stärker in die Berufsfreiheit eingreifen.

Nach allen bisherigen Erkenntnissen kann für die Frage des auf die Einhaltung der Wohlverhaltenspflichten verpflichteten Personenkreises heute nicht mehr auf bestimmte althergebrachte institutionelle Abgrenzungskonzepte abgestellt werden. Der

---

<sup>299</sup> Allgemein POSNER, S. 122ff.; grundlegend für das deutsche Recht BREIDENBACH, S. 41ff.; für die Anlageberatung im speziellen PREUTE, S. 185f.; BRANDT, S. 71ff.; ARENDTS, Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler 1995, S. 165, 169.

<sup>300</sup> BREIDENBACH, S. 42, der auf LEHMANN, NJW 1981, S. 1233, 1240, verweist.

<sup>301</sup> Siehe dazu schon § 2 I. 3.

<sup>302</sup> Zum Zusammenhang zwischen Ökonomischer Analyse des Rechts und Berufspflichten siehe SCHÄFER/OTT, S. 511ff.; zur Berufspflichten in Deutschland ausführlich LANG, AcP 2001, S. 451, 456ff.; kritisch zur Kategorie der Berufspflichten im Zusammenhang mit Wohlverhaltensregeln im Wertpapierbereich SCHWARK in BANKRECHTSTAG 1995, S. 109, 122.

<sup>303</sup> Zu denken ist hier insbesondere an die ausdifferenzierten Berufspflichten des Arztes oder auch der Rechtsanwälte oder Steuerberater.

<sup>304</sup> Siehe dazu § 2 II. 3.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

transaktionsbezogene Charakter der Verhaltensregeln verpflichtet demnach all diejenigen Akteure, die Finanzprodukte oder –instrumente der oben unter § 4 beschriebenen Art anbieten oder vermitteln. Die Wohlverhaltensregeln knüpfen dabei an das Verhalten der Finanzdienstleister während und im Umkreis der Transaktion mit dem Kunden an. Es geht also um Probleme beim Vertrieb von Kapitalanlagen und Versicherungen. Dabei sind vier grundlegend unterschiedliche Vertriebsarten denkbar:

- Vertrieb über unabhängige Vermittler bzw. derivative Finanzintermediäre,
- über wirtschaftlich mit „Produzenten“ von Finanzprodukten verbundene Vermittler,
- über (rechtlich) abhängige Vermittler (*tied agents*) oder der
- Direktvertrieb durch originäre Finanzdienstleister.<sup>305</sup>

Traditionell wird die Mehrheit dieser Finanzprodukte in Europa über derivative Finanzintermediäre vertrieben. Zum einen gibt es unabhängige derivative Finanzdienstleister, die ohne Bindung an bestimmte Unternehmen oder originäre Finanzdienstleistungsunternehmen agieren. Zum anderen werden Finanzprodukte vielfach über Vermittler vertrieben, die wie viele Banken im Wertpapiergeschäft mit den „Produzenten“ des Finanzinstruments, also beispielsweise dem Emittenten eines Wertpapiers oder eines Investmentfonds, wirtschaftlich verbunden sind, so dass eine Tendenz zum Vertrieb der Finanzprodukte dieser Unternehmen zwar festzustellen ist, die grundsätzliche Freiheit eines umfassenden Angebots aber gewahrt bleibt.<sup>306</sup> Stärker sind die Bindungen, wenn der Intermediär wie der Versicherungsvertreter im Versicherungsbereich vertraglich an die Versicherungsgesellschaft gebunden ist und nur Produkte dieser Gesellschaft vertreiben darf (*tied agent*). Die Gruppe der derivativen Finanzintermediäre, die Finanzinstrumente lediglich vermitteln, sind die primär auf die Einhaltung von Wohlverhaltensregeln verpflichteten Personen.

Eine vierte Vertriebsart, die mit der Ausbreitung des Internets sowie alternativer Handelssysteme im Bereich des Wertpapiergeschäfts Auftrieb bekommen hat, ist der Direktvertrieb von originären Finanzdienstleistern des Finanzprodukts an den Kunden, z.B. durch Direktversicherungen oder durch den direkten Vertrieb von Investmentfondsanteilen durch eine Kapitalanlagegesellschaft.<sup>307</sup> Dabei muss sich die Anwendbarkeit der Wohlverhaltenspflichten grundsätzlich nach der getätigten Transaktion und nicht nach der aufsichtsrechtlichen, institutionellen Einordnung des Finanzdienstleisters richten. Finanzdienstleister wie Banken oder Versicherungsgesellschaften vertreiben im Rahmen der Entwicklung des Allfinanzgeschäfts zunehmend nicht nur Produkte ihres angestammten Wirkungskreises, sondern „wildern“ auch in anderen Gehegen.

---

<sup>305</sup> Bei Beschränkung auf derivative Finanzintermediäre sowie reine Informationsintermediäre und dementsprechend anderer Einteilung ausführlich auch GRUNDMANN/KERBER in GRUNDMANN (PARTY AUTONOMY), S. 264ff.; für die Versicherungsvermittlung ähnlich JANNOTT in FARNY, S. 1159ff.

<sup>306</sup> Solche Finanzintermediäre können auch mit dem Begriff *connected intermediaries* oder *brokers* umschrieben werden, um zu verdeutlichen, dass sie zwar unabhängig vermittelnd tätig sein können, in den meisten Fällen aber tendentiell zur Vermittlung von Produkten der mit ihnen wirtschaftlich verbundenen Unternehmen neigen.

<sup>307</sup> Im Versicherungsgeschäft ist dieser Vertriebsweg beispielsweise in Finnland, Dänemark und Irland mit einem Marktanteil des Direktvertriebs von über einem Drittel ganz besonders ausgeprägt, siehe dazu die statistischen Angaben über die Marktanteile der verschiedenen Versicherungsvertriebswege in der Europäischen Union bei PULVERICH, Vers.Verm. 2001, S. 117, 121 (Quelle: BIPAR 2001).

## I. WERTPAPIERDIENSTLEISTUNGSUNTERNEHMEN

Die Untersuchung der ökonomischen Hintergründe für die Regulierung von Finanzdienstleistungen hat gezeigt, dass besonders beim Vertrieb von Wertpapieren eine strukturelle, dem Finanzdienstleistungsgeschäft inhärente Informationsasymmetrie zwischen Finanzdienstleister und dem Kunden besteht, die spezielle Verhaltenspflichten für die Finanzdienstleistungsunternehmen rechtfertigen. Entsprechend haben sich im angloamerikanischen Raum bereits früh besondere Verhaltenspflichten herausgebildet<sup>308</sup>, die über europäische Vorgaben auch in Kontinentaleuropa Einzug gehalten haben.<sup>309</sup> Wertpapierdienstleistungsunternehmen für die Zwecke dieser Untersuchung sind entsprechend der Art ihrer Dienstleistung solche Unternehmen, die Wertpapiergeschäfte der o.a. Arten<sup>310</sup> vermitteln. In Deutschland und den meisten europäischen Ländern werden der Großteil der Kapitalanlagen, in die Privatanleger investieren, von Universalbanken vermittelt, die in dieser Funktion als Wertpapierdienstleistungsunternehmen agieren.

Das Wertpapiergeschäft besteht herkömmlich aus den Einzelbereichen Wertpapierhandel (bzw. –vertrieb), Aufklärung und Beratung sowie Depotgeschäft.<sup>311</sup> Aus historischer Entwicklung heraus erhält ein Wertpapierdienstleister für den Wertpapierhandel selbst und das Depotgeschäft vom Geschäftsvolumen oder der Häufigkeit der Transaktionen abhängige Gebühren, während die Beratungsleistung nicht extra vergütet wird. Die internen Aufwendungen für die Beratung fließen entsprechend in die Provisionshöhe für die Ausführung des Wertpapierhandelsauftrags ein. Anders als in Amerika, wo zwischen Anlageberatern (*investment advisers*) und Wertpapierhändlern (*broker-dealers*) klar unterschieden wird und beide unterschiedliche Bereiche des Marktes abdecken<sup>312</sup>, gibt es in Europa keinen großen Markt für reine Anlageberater, die für die bloße Informations- und Beratungsleistung vergütet werden.

Die Banken treten im Rahmen des Wertpapiergeschäfts als derivative Finanzintermediäre auf und vertreiben die Finanzprodukte von Emittenten (Aktien, Rentenpapiere) oder Kapitalanlagegesellschaften (Investmentfonds). Die Vermittlungstätigkeit ist im Wertpapierbereich für die Masse der Privatanleger jedenfalls für an der Börse gehandelte Wertpapiere zwingend; diese müssen aufgrund des beschränkten Zugangs zur Börse durch Intermediäre vermittelt werden; ein Direktvertrieb an Privatanleger durch die Emittenten der Wertpapiere ist nicht möglich.

Der Vertrieb von Investmentfonds kann aufgrund des fehlenden Vermittlungszwangs auf unterschiedliche Weise erfolgen: Anteile an Investmentfonds können auch direkt vertrieben werden, dies geschieht aber in der Praxis trotz geringfügiger Steigerungsraten aufgrund von Geschäften über das Internet immer noch eher selten.<sup>313</sup> Im Rahmen des Vertriebs von Investmentfonds treten auch Versicherungsgesellschaften als „Wertpapierdienstleistungsunternehmen“ auf, indem sie vermittelnd tätig werden.<sup>314</sup> Der Vertrieb von Investmentfonds erfolgt in Deutschland zwar zu über 60% durch Bankinstitute, aber auch zu 16% über Versicherungsgesellschaften, während unabhängige Vermittler auf

<sup>308</sup> Dazu siehe **Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden.**und § 11 .

<sup>309</sup> Ausführlich siehe 3. Teil.

<sup>310</sup> Siehe § 4 I. 1.

<sup>311</sup> ROST, S. 15.

<sup>312</sup> Siehe § 10 I. 1.

<sup>313</sup> In Deutschland liegt laut BVI Statistik 2000 der Anteil des Direktvertriebs bei 2%.

<sup>314</sup> Über die dann auch für Versicherungsunternehmen geltenden Verhaltenspflichten im Rahmen der Kapitalanlagevermittlung siehe für Deutschland WOLF, NVersZ 2001, S. 392ff.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

13% Vertriebsanteil kommen.<sup>315</sup> In Deutschland sind Kapitalanlagegesellschaften als Fonds-Emittenten meist im Rahmen eines Konzerns mit einer Bank oder einer Versicherung verbunden, so dass diese dazu tendieren, primär solche mit ihnen verbundenen Investmentfonds zu vertreiben und zu empfehlen. In Großbritannien liegt zwar sowohl der Anteil unabhängiger Vermittler mit ca. 60% als auch der des Direktvertriebs mit ca. 14% viel höher; selbst dort erreichen allerdings die *tied agents* (meist im Bankbereich) einen Anteil von knapp 20%.<sup>316</sup>

Wieweit diese Bindungen, die meist dazu führen, dass Investmentfonds konkurrierender Kapitalanlagegesellschaften jedenfalls nicht aktiv empfohlen und angeboten werden, reichen, ist dem Kunden häufig nicht offenbar. Gerade in Deutschland ist die Wirtschaftsstruktur geprägt von einer enormen Verflechtung der Anteilseigner. Viele Großunternehmen halten signifikante Aktienpakete in einem Austauschverhältnis. Die dahinter lauernde Gefahr für den Privatanleger ist offenkundig: Warum sollte die Bank nicht gerade die Wertpapiere der Unternehmen anbieten und empfehlen, an denen sie bedeutende Anteile hält und an deren Kursgewinnen sie entsprechend partizipieren könnte?

Vielfach besteht demnach die Gefahr, dass die Wertpapierdienstleistungen erbringenden Banken (oder auch Versicherungsgesellschaften) nicht als unabhängige Finanzdienstleister agieren, sondern als bloße Vertreter der zu ihnen gehörenden Anlagegesellschaften oder der mit ihnen verbundenen Unternehmen, ohne dass dies dem Kunden bewusst wird.

## II. VERSICHERUNGSDIENSTLEISTUNGSUNTERNEHMEN

Versicherungsregulierung ist im kontinentaleuropäischen Raum bis in die jüngste Zeit hinein von einer stringenten (präventiven) Produktkontrolle geprägt gewesen, die erst durch die Öffnung im Rahmen des Europäischen Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen aufgehoben wurde.<sup>317</sup> Diese strenge Produktaufsicht bot nach Auffassung der Gesetzgeber ausreichend Kundenschutz, um ausdrückliche gesetzliche Vorgaben zum Vertrieb der Versicherungen entbehrlich zu machen.<sup>318</sup> Dementsprechend spielte die Regulierung des Versicherungsvertriebs in Ländern wie Frankreich, Deutschland oder der Schweiz bisher eine untergeordnete Rolle und war neben allgemeiner Zivilrechtsprechung durch Selbstregulierungsmaßnahmen der Verbände geprägt, die ohne bedeutende Auswirkungen auf den Vermittlermarkt und das Geschäftsgebaren geblieben sind. Anders die Situation in Großbritannien, wo anstelle einer Produktkontrolle lediglich der Vertrieb von Versicherungsprodukten einer umfassenden Regulierung unterworfen wurde.<sup>319</sup> Im nunmehr von der Produktkontrolle befreiten und vom freien Wettbewerb geprägten Binnenmarkt kann der informationelle Nachteil des Kunden nach dem Beispiel Großbritanniens durch Verhaltenspflichten beim Vertrieb der Versicherungsprodukte ausgeglichen oder zumindest abgemildert werden.

---

<sup>315</sup> Quelle: BVI Statistik 2000.

<sup>316</sup> Verkaufszahlen für 2000; Quelle: AUTIF (*Association of Unit Trusts and Investment Funds*), [http://www.investmentfunds.org.uk/press/2001/20011002\\_sandler.pdf](http://www.investmentfunds.org.uk/press/2001/20011002_sandler.pdf), Appendix II.

<sup>317</sup> Generelle Aufhebung des Genehmigungserfordernisses für Schadensversicherungen durch Art. 6 RL 92/49/EWG, ABl. 1992, L 228/1 und für Lebensversicherungen in Art. 5 RL 92/96/EWG, ABl. 1992, L360/1; siehe für die Auswirkungen auf Deutschland HÜBNER in FS LORENZ, S. 317, 318ff.; BAUMANN, VersR 1996, S. 1ff.

<sup>318</sup> SCHEDLBAUER, S. 258f.

<sup>319</sup> Dies gilt bisher allerdings nur für Kapitallebensversicherungen, der Vertrieb anderer Versicherungsprodukte (*general insurance*) wird erst ab 2004 von einer gesetzlichen Regulierung umfasst, dazu ausführlich § 11 I. 2. c)



### 1. VERSICHERUNGSVERMITTLER

Meist kommt die Transaktion wie im Wertpapiergeschäft zwischen Versicherungsnehmer und Versicherer unter Einschaltung von Versicherungsvermittlern zustande. Dabei ist zu differenzieren zwischen unabhängigen Versicherungsmaklern und abhängigen Versicherungsvertretern, die wiederum in Ausschließlichkeitsvertreter, die nur Versicherungsprodukte einer Versicherungsgesellschaft vertreiben und sogenannte Mehrfachagenten, die Produkte mehrerer ausgewählter Versicherungsgesellschaften anbieten, aufgespalten werden können.<sup>320</sup> Versicherungsvertreter und Mehrfachagenten erhalten ihre Provisionen von der Versicherungsgesellschaft, während die unabhängigen Makler je nach nationaler historischer Entwicklung entweder auch von den Versicherungsgesellschaften oder von den Kunden vergütet werden.<sup>321</sup>

Die Marktstrukturen innerhalb der europäischen Union divergieren stark. Die historisch unterschiedliche Entwicklung der Vertriebswege kann mit der unterschiedlich starken Regulierung des Versicherungsgeschäfts begründet werden.<sup>322</sup> In Deutschland oder anderen Ländern, wo die Aufsicht lange Zeit Versicherungsbedingungen standardisiert und die Wahl der Konsumenten vereinfacht hatte, werden Versicherungen über mit einem einzelnen oder mehreren Versicherungsunternehmen rechtlich verbundene Vertreter oder gar versicherungseigene Vertriebsgesellschaften vertrieben, abhängige Vertriebswege herrschen vor.<sup>323</sup> Die Vertriebschiene „Ausschließlichkeitsorganisation“ war dabei für die deutschen Versicherungsunternehmen lange Zeit ein Erfolgsrezept.

Im traditionell wenig regulierten britischen Versicherungsgeschäft ist Versicherungsvermittlung eine Domäne der unabhängigen *brokers*, während *tied agents* nur eine untergeordnete Rolle spielen.<sup>324</sup> In Ländern mit geringer staatlicher Aufsicht sind die Versicherungsbedingungen stärker differenziert, und der Verbraucher benötigt in höherem Maße unabhängige Beratung.<sup>325</sup>

Aufgrund des durch umfassendere Aufklärung durch die Medien, insbesondere das Internet, nunmehr aktiveren und kritischeren Durchschnittskunden gewinnen seriöse Mehrfachagenten und unabhängige Makler auch in Deutschland immer mehr an Boden.<sup>326</sup>

#### a) VERSICHERUNGSMAKLER

Der Versicherungsmakler ist als derivativer Finanzintermediär mit dem unabhängigen Wertpapierdienstleister vergleichbar. Wie im Wertpapierbereich lassen sich auch die im Rahmen des Versicherungsmaklergeschäfts erbrachten Leistungen einteilen in Vertriebs-,

---

<sup>320</sup> Ausführlich zu den hier nicht weiter relevanten Rechtsbeziehungen zwischen Versicherungsunternehmen und Versicherungsvermittlern für das deutsche Recht: HOFMANN, S. 50ff.; die selbe Einteilung nimmt auch GRIESS/ZINNERT, S. 7ff., vor.

<sup>321</sup> Zu den verschiedenen Vermittlertypen, insbesondere im Hinblick auf den Versicherungsbinnenmarkt, MENSCHING, S. 39ff.; SCHMIDT, S. 141ff.

<sup>322</sup> So FINSINGER in GRIESS, S. 51, 53.

<sup>323</sup> FINSINGER in GRIESS, S. 51, 54; der Marktanteil der Versicherungsagenten in Deutschland betrug im Juni 1998 ca. 70%, während unabhängige Versicherungsmakler nur einen Anteil von ca. 15% verzeichnen konnten; Quelle: BIPAR, WINDOWS TO THE WORLD 1999.

<sup>324</sup> Der internationale Verband der Versicherungsvermittler BIPAR (Bureau International des Producteurs d'Assurances et de Réassurances) hat in seinem statistischen Jahrbuch WINDOWS OF THE WORLD 1999 festgestellt, dass in Großbritannien der Marktanteil der *brokers* in jedem Marktsegment 60% oder mehr betrug, während *agents* nur auf ca. 10% Marktanteil kamen.

<sup>325</sup> FINSINGER in GRIESS, S. 51, 54.

<sup>326</sup> STRACKE/GEITNER, S. 280.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

Informations- bzw. Beratungsleistungen und Verwaltungsleistungen.<sup>327</sup> Von den anderen Vermittlertypen unterscheidet er sich durch seine Unabhängigkeit von den Versicherungsgesellschaften, aufgrund derer er im Lager des Versicherungsnehmers und Kunden angesiedelt ist. Dabei kommt es für die Anwendbarkeit von Wohlverhaltensregeln nicht darauf an, von welcher Partei der Makler seine Provision erhält, weil sich an der Notwendigkeit der Reduzierung von Marktintransparenz und Informationsasymmetrie gegenüber dem Kunden nichts ändert. Der Versicherungsmakler wird in seinem zivilrechtlichen Verhältnis als Sachwalter des Versicherungsnehmers angesehen<sup>328</sup>, was ihn gegenüber dem Kunden in besonderem Maße verpflichtet.<sup>329</sup>

Versicherungsmakler sind vielfach größere Unternehmen mit einer größeren Zahl von Mitarbeitern. Von ihrer Struktur her sind Versicherungsmakler somit den Banken, die als Wertpapierdienstleister fungieren, ähnlich. Genauso wie bei letzteren können sich auch bei Versicherungsmaklern Probleme daraus ergeben, dass sie wirtschaftlich mit Versicherungsgesellschaften als Produzenten der von ihnen vermakelten Versicherungen verbunden sind.

### b) VERSICHERUNGSVERTRETER

#### (i) Ausschließlichkeitsvertreter (tied agents)

Der Ausschließlichkeitsvertreter, wiewohl de iure selbständig, ist vertraglich „ausschließlich“ an einen Versicherer gebunden und vertreibt nur dessen Produkte; eine Tätigkeit für andere Versicherungsunternehmen ist ihm verboten. Durch die Verpflichtung, nur Produkte seiner Versicherungsgesellschaft zu vertreiben, kann der Ausschließlichkeitsvertreter nicht auf das gesamte auf dem Markt erhältliche Produktspektrum zurückgreifen. Demnach sind die *tied agents* im Grunde genommen gar keine echten derivativen Intermediäre, weil sie lediglich als „verlängerter Arm“ der Versicherungsgesellschaft tätig werden und vollständig in deren Lager stehen. Zivilrechtlich werden Handlungen des Ausschließlichkeitsvertreters den Versicherungsgesellschaften zugerechnet<sup>330</sup>, so dass zwischen Vertreter und Kunden grundsätzlich keine Vertragsbeziehung besteht. Dies bedeutet aber nicht, dass nicht auch der Versicherungsvertreter im Umgang mit dem Kunden aus ökonomischer Sicht gewissen Verhaltenspflichten unterworfen sein muss, denn an der Informationsasymmetrie und Intransparenz im Verhältnis Vertreter-Kunde ändert seine Bindung an die Versicherungsgesellschaft nichts.<sup>331</sup>

Eine gewisse Parallele lässt sich zwischen dem Ausschließlichkeitsvertreter im Versicherungsvertrieb mit einer Fondsanteile vermittelnden Bank ziehen, die vielfach nur die Fondsprodukte der mit ihnen verbundenen Unternehmen anbietet und erst auf aktive Nachfrage hin andere Investmentfonds vermittelt. Der Vergleich greift aber nur bedingt, weil Versicherungsvertreter meist Ein-Personen-Unternehmen und vielfach nicht einmal hauptberuflich tätig sind, während es sich bei Banken um riesige, gar weltumspannende

---

<sup>327</sup> GRIESS/ZINNERT, S. 33.

<sup>328</sup> Diese Formulierung hat sich in Deutschland nach dem Grundsatzurteil des BGHZ 94, 356 (Sachwalter) eingebürgert; so auch GÖRSDORF-KEGEL, VW 2003, S. 1847.

<sup>329</sup> Nach allgemeiner Ansicht ist er zur Auswahl des bestmöglichen Versicherungsschutzes verpflichtet, siehe BK-GRUBER, Anhang zu § 48, Rn. 6f.

<sup>330</sup> Für das deutsche Recht BK-Gruber, § 43 Rn. 21ff.; das Versicherungsunternehmen trifft dabei sowohl eine gewohnheitsrechtliche Erfüllung- als auch eine (vor-)vertragliche Gehilfenhaftung für den Versicherungsagenten, der als „Abschlussgehilfe“ bezeichnet wird, BK-GRUBER, § 43 Rn. 9f.; im angloamerikanischen Recht untersteht der abhängige Versicherungsagent gegenüber dem Versicherungsunternehmen mit ähnlichen Konsequenzen dem *law of agency*, BIRDS/HIRD, S. 173ff.

<sup>331</sup> Siehe aufgrund der Verhaltenszurechnung an die Versicherungsunternehmen zur Frage von Verhaltenspflichten auch gleich ausführlich unter § 5 II. 2. .

Konzerne handelt. Die für die Anwendung von Wohlverhaltensregeln gegenüber dem Kunden relevante Produktangebotsbeschränkung hingegen tritt dem Kunden in ähnlicher Form gegenüber. Dabei darf allerdings nicht verkannt werden, dass es sich beim Versicherungsvertreter um eine rechtlich ausschließliche, bei der Bank aber um eine wirtschaftliche Bindung handelt, die nicht mit einem Ausschluss der Vermittlung anderer Produkte einhergeht, sofern der Kunde dies wünscht.<sup>332</sup>

### (ii) Mehrfachvertreter (multi-tied agents)

In vielen europäischen Ländern wie auch in Deutschland oder Frankreich ist es nicht unüblich, dass ein Versicherungsvermittler die Produkte mehrerer ausgewählter Versicherungsunternehmen vertreibt. Ein sogenannter Mehrfachvertreter ist zwar zunächst frei in der Auswahl der Versicherer, mit denen er zusammenarbeiten will, nach Abschluss der Vereinbarungen ist aber auch er vertraglich gebunden.<sup>333</sup> Mehrfachvertreter erinnern von ihrer Struktur her an Wertpapierdienstleister, die wirtschaftlich mit verschiedenen Emittenten verbunden sind. Obwohl Mehrfachvertreter eher vertragliche als wirtschaftliche Bindungen mit den Versicherungsgesellschaften als Produzenten von Finanzprodukten haben, besteht auch hier die ganz besondere Gefahr der unzureichenden Aufdeckung dieser Verbindungen. Der Mehrfachvertreter kann anders als der gebundene Vertreter von den Kunden leicht als unabhängiger Makler wahrgenommen werden, vertritt er doch auch nach außen sichtbar mehrere Versicherungsgesellschaften.<sup>334</sup> In Großbritannien wurde zur Vermeidung von Unklarheiten über die rechtlichen Bindungen des Versicherungsvermittlers jedenfalls im Bereich der Kapitallebensversicherungen seit den achtziger Jahren bis zur Umsetzung der Versicherungsvermittlungsrichtlinie im Jahr 2005 streng unterschieden: Versicherungsvertreter (*tied agents*) und Versicherungsmakler (*brokers*) wurden nach dem Prinzip der *polarisation* zwei unterschiedlichen Regulierungsformaten unterworfen, während Mehrfachvertreter aus Gründen des Kundenschutzes nicht zulässig waren. Entsprechend war der Vermittler entweder *agent* einer einzigen Versicherungsgesellschaft oder unabhängiger *broker*.<sup>335</sup>

## 2. VERSICHERUNGSGESELLSCHAFTEN

Versicherungsgesellschaften sind insofern von Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Versicherungsvermittlern zu unterscheiden, als sie grundsätzlich originäre Dienstleistungen erbringen und daher hinsichtlich ihres Kerngeschäfts keine Vermittlungsfunktion wahrnehmen. Sofern Versicherungsgesellschaften beispielsweise im Rahmen einer Allfinanz-

---

<sup>332</sup> In diesem Zusammenhang ist die Satzung des Verbandes Deutscher Versicherungsmakler (VDVM) interessant, die in § 3 bestimmt, dass Versicherungsmakler nicht ist, „wem die nach dem Berufsbild erforderliche Unabhängigkeit fehlt. Dies gilt insbesondere, wenn (a) ein agenturähnliches Verhältnis zu einem oder mehreren Versicherern besteht oder (b) Geschäftsanteile oder Aktien des Maklerunternehmens von oder für Unternehmen der versicherungsgebenden oder der versicherungsnehmenden Wirtschaft gehalten werden und dadurch eine wirtschaftliche Abhängigkeit gegeben ist.“ Demnach soll eine Beeinträchtigung der Unabhängigkeit durch rechtliche oder wirtschaftliche Bindungen in gleicher Weise bestehen.

<sup>333</sup> KOLLHOSSER in PRÖLSS/MARTIN, § 43 Rn. 8.

<sup>334</sup> Zu dieser Problematik ausführlich HEISS/LORENZ, S. 44f., 115ff.; der Mehrfachagent wird durch Art. 12 Abs. 1 S. 2 iii) IMD im europäischen Recht nunmehr ausdrücklich als eine Versicherungsvermittler-Untergruppe erfasst; zustimmend dazu WERBER, ZfW 2004, S. 419, 420; eher ablehnend hingen REIFF, VersR 2004, S. 142, 147f.

<sup>335</sup> *Polarisation*-Bestimmungen gibt es beispielsweise auch in Spanien; dazu und zu den Vorzügen einer *polarisation* HEISS/LORENZ, S. 27f., 115ff., zur Situation in Großbritannien und den dortigen Bestrebungen, die *polarisation* wieder einzuschränken, siehe § 11 II. 3. d) (i).

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

oder Diversifikationsstrategie Anlagefondsanteile vertreiben, müssen sie den gleichen Verhaltensregeln wie andere Kapitalanlagevermittler unterworfen werden.<sup>336</sup>

Anders als bei den traditionellen Wertpapiergeschäften, die durch Wertpapierdienstleister vermittelt werden müssen, weil der Zugang zum Handelsplatz Börse beschränkt ist, können Versicherungsdienstleistungen aber auch direkt durch die Versicherungsgesellschaft ohne Einschaltung eines derivativen Finanzintermediärs als Vermittler an den Privatkunden erbracht werden, ähnlich wie Banken im Einlagengeschäft oder wie Kapitalanlagegesellschaften im Investmentfondsgeschäft. Dies geschah auch in der Vergangenheit durch einen je nach Land mehr oder weniger stark ausgeprägten Außendienst, über den Angestellte des Versicherungsunternehmens Versicherungspolice vertrieben. Die Vertriebsstruktur von Finanzdienstleistungen ist beispielsweise in Großbritannien davon geprägt, dass anders als in vielen Ländern Europas sowohl im Kapitalanlage- und Versicherungsgeschäft der Direktvertrieb signifikant ist.<sup>337</sup> Durch das Internet haben Versicherungsgesellschaften nunmehr eine weitere Möglichkeit, direkt Kunden zu werben und mit ihnen Verträge abzuschließen. Der Anteil dieser sogenannten Direktversicherungen am Vertriebsgeschäft ist zwar weiterhin gering, aber im Steigen begriffen.<sup>338</sup>

Im Rahmen dieses Direktvertriebs sind auch Versicherungsgesellschaften gewissen Verhaltensgrundsätzen beim Umgang mit dem Kunden zu unterwerfen.<sup>339</sup> Unbeachtlich ist dabei, dass sie an dem Geschäft nicht durch eine Provisionszahlung, sondern durch das ihnen zur Verfügung gestellte Kapital verdienen. Schließlich ist der Kunde auch bei einem ohne Vermittler abgeschlossenen Direktgeschäft in der Regel genau so vom Informationsgefälle getroffen wie bei einem über Makler oder Vertreter abgewickelten Geschäft.<sup>340</sup> Das Versicherungsunternehmen ist im Direktvertrieb auch mit den gleichen Verhaltenspflichten zu belegen wie sein Vertreter, da die Handlungen eines Vertreters gegenüber einem Kunden ihm zivilrechtlich ohnehin zugerechnet werden. Der Kunde muss davor bewahrt werden, dass sein Wissensnachteil zu seinen Ungunsten ausgenutzt wird, in dem ihm zum Beispiel ein Versicherungsschutz aufgedrängt wird, den er gar nicht benötigt, oder indem ihm nicht der für ihn am besten geeignete Versicherungstarif vermittelt wird.<sup>341</sup> Solche typischen Situationen ergeben sich aber in gleicher Weise beim Direktvertrieb wie bei der Vermittlung durch Vertreter oder Makler.<sup>342</sup>

---

<sup>336</sup> Dazu für das deutsche Recht WOLF, NVersZ, S. 392, 393ff.; wobei allerdings aufgrund der in Deutschland vorherrschenden institutionellen Regulierung keine Überwachung der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Verhaltensregeln durch die BaFin erfolgt.

<sup>337</sup> WIESNER, S. 62.

<sup>338</sup> Statistiken für den Versicherungsbereich gehen in Großbritannien wie in Deutschland noch von einem Marktanteil von unter 20% für Direktversicherungen und versicherungseigene Vertriebsgesellschaften aus, Quelle: BIPAR, WINDOWS OF THE WORLD 1999.

<sup>339</sup> Dazu BK/SCHWINTOWSKI, Vorbem. §§ 159-178, Rn. 49f. und RÖMER, VersR 1998, S. 1313, 1314.

<sup>340</sup> Dabei soll nicht verkannt werden, dass nichtindividualisierte Produktaufklärungspflichten der emittierenden Versicherungsgesellschaft auch Ähnlichkeiten mit den Prospektspflichten von Wertpapieremittenten aufweisen. Diese weisen aber keinen direkten Transaktionsbezug und zielen wesentlich auf den Absatz im Primärmarkt ab.

<sup>341</sup> Auch KIENINGER, VersR 1998, S. 5, 11, sieht die Anwendung von Verhaltenspflichten auf Versicherungsunternehmen als erforderlich an, begründet dies aber u.a. – fälschlicherweise – mit dem Hinweis, dass auch Wertpapierdienstleistungsunternehmen zur Einhaltung von Verhaltenspflichten verpflichtet würden (a.a.O.). Versicherungsgesellschaften sind aber im Gegensatz zu Wertpapierdienstleistern originäre und nicht derivative Intermediäre, für die die Informationstransformation Kerngeschäft ist, dazu siehe § 2 I. 2.

<sup>342</sup> Zu den typischerweise überlegenen Kenntnissen des Versicherungsunternehmens ausführlich RÖMER, S. 27ff.; auch BOLÉAT, JFRC 1998, S. 70, 74, meint, dass zwischen vertriebsbezogenen Verhaltensregeln für Versicherungsvermittler und jenen für Versicherungsgesellschaften eine gewisse Kompatibilität bestehen müsse; anders in Bezug auf die anstehende Umsetzung der IMD in das deutsche Recht MENSCHING, VersR 2004, S. 19, 24f., der lediglich Versicherungsmakler und –agenten, nicht jedoch die Versicherungsunternehmen selbst zu Adressaten von Aufklärungs- und Beratungspflichten machen will.

### III. ERGEBNIS

Der Vertrieb von Versicherungsdienstleistungen leidet ebenso wie der von Wertpapierdienstleistungen an einer typischen Informationsasymmetrie zwischen Kunden und Finanzdienstleistern. Die auf diesen Märkten tätigen Finanzdienstleister sind zur Behebung dieser Informationsasymmetrie zu verpflichten.

## § 6 GESCHÜTZTER PERSONENKREIS

Auch die durch Wohlverhaltensregeln zu schützenden Personen bedürfen einer genaueren Umschreibung. Dabei geht es um die Personen, die für ein Finanzprodukt oder -instrument Kapital aufwenden. Durch die traditionellen Sektorengrenzen bedingt zeigen sich insbesondere im deutschen Sprachgebrauch unterschiedliche Begriffsverwendungen. Der Schutz der Kapitalanleger im Bereich der Wertpapierdienstleistungen wird im deutschen Sprachgebrauch im Regelfall mit dem Begriff Anlegerschutz umschrieben, während für den Versicherungsbereich häufig von Versicherungsnehmerschutz (*policyholder protection, protection of the insured*) die Rede ist.<sup>343</sup> Insbesondere für Versicherungsgeschäfte von Privatleuten<sup>344</sup> - teilweise jedoch auch im Wertpapierbereich<sup>345</sup> - wird oftmals von Verbraucher- oder Konsumentenschutz gesprochen. Diese semantischen Unterscheidungen sind dadurch zu erklären, dass nach traditioneller Vorstellung Versicherungen jedweden Typs nicht als Kapitalanlagen gelten.<sup>346</sup>

Eine Klärung der unklaren terminologischen Begrifflichkeiten von Anleger-, Versicherten- und Verbraucherschutz ist auch deshalb angebracht, weil die Abgrenzung vom Anleger- zum Verbraucherschutz insbesondere in der deutschen juristischen und wirtschaftswissenschaftlichen Literatur thematisiert wird.<sup>347</sup>

### I. SCHUTZ DES ANLEGERS

Aus der Definition der Kapitalanlage lässt sich der Begriff des Anlegers erschließen. Demnach ist ein Anleger eine Person, die Geld bei einem Finanzintermediär mit dem Ziel einsetzt, eine Rendite zu erlangen.<sup>348</sup>

Der Begriff des Anlegerschutzes wird gemeinhin in zwei Rechtsgebieten gebraucht, im Gesellschafts- und im Kapitalmarktrecht.<sup>349</sup> Entsprechend der Zielsetzung sollen hier nur Verhaltensregeln betrachtet werden, die das Verhalten zwischen Finanzdienstleistern und ihren Kunden bestimmen. Anlegerschützende Normen des Kapitalmarkt- bzw. Gesellschaftsrechts, die wie insbesondere die umfassenden Publizitätsvorschriften der Emittenten ebenso zur Behebung der strukturellen Informationsasymmetrie beitragen, bleiben unbehandelt, da sie keine direkte Verbindung zum Verhalten von Finanzdienstleistungsunternehmen im Umgang mit ihren Kunden aufweisen.

Eine von HOPT begründete Ansicht unterteilt den Anlegerschutz in zwei Komponenten, den Funktionsschutz und den Individualschutz.<sup>350</sup> „Funktionsschutz“ ist dabei identisch mit dem

---

<sup>343</sup> Vgl. nur den Titel der Monographie von HAEBERLIN; ebenso auch die IAIS Resolution, I. Nr. 4 oder die britischen Policyholder Protection Acts 1975 und 1997 – dazu ausführlich BIRDS/HIRD, S. 32ff.

<sup>344</sup> Siehe HÜBNER in FS LORENZ, S. 317ff.; speziell zu Lebensversicherungen auch schon der Titel der Monographie von EIFERT: *Kapitallebensversicherungen aus Verbrauchersicht*.

<sup>345</sup> PFEIFFER, passim; KOLLER in ASSMANN/SCHNEIDER, vor § 31 Rn.12.

<sup>346</sup> Anders wohl SCHWINTOWSKI, JZ 1996, S. 702, 705, der Versicherungsberatung als einen Unterfall der Anlageberatung ansieht; zur Abgrenzung von Kapitalanlagen und Risikoabsicherungsgeschäften ausführlich siehe § 4

<sup>347</sup> Die unsicheren konzeptionellen Grundlagen des Anlegerschutzes in diesem Zusammenhang hebt ASSMANN, ZBB 1989, S. 49ff. hervor.

<sup>348</sup> Vgl. BÜSCHGEN, S. 403, mit Verweis auf S. 399.

<sup>349</sup> MÖLLERS, ZGR 1997, S. 334, 338ff.

<sup>350</sup> HOPT (KAPITALANLEGERSCHUTZ), ; ders. (GUTACHTEN), S. G 54f.; ders. in GERKE/STEINER, S. 67, 71; KOCH/SCHMIDT, BFuP 1981, 231, 235;

oben beschriebenen System- bzw. Funktionsschutz<sup>351</sup> und soll die Funktionsfähigkeit des Finanzdienstleistungssektors sicherstellen.<sup>352</sup> Andere Einteilungsversuche zeugen von den Schwierigkeiten der deutschen Rechtsdogmatik, eine Abgrenzung zwischen Funktions- und Anlegerschutz vorzunehmen.<sup>353</sup> Die unlösbare Verknüpfung des Anlegerschutzes mit dem System- bzw. Funktionsschutz ist zwar offenkundig: Aufgrund des strukturellen Informationsgefälles ist die Finanzdienstleistungsbranche mehr als andere Wirtschaftszweige auf das Vertrauen der Bevölkerung angewiesen, wodurch primär anlegerschützende Vorschriften gleichzeitig durch die potentiell vertrauensstabilisierende Wirkung auch einen funktions- bzw. systemschützenden Nebeneffekt haben.<sup>354</sup> Sie dienen also auch dazu, die institutionelle Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts zu erhalten. Diese Verknüpfung sollte aber nicht dazu führen, die hauptsächliche Zielrichtung einer jeden Regelung aus den Augen zu verlieren. Daher gebührt der unter § 2 II. 1. beschriebenen, auch international gebräuchlichen Einteilung<sup>355</sup> in die Zielsetzungen Funktions- und Anlegerschutz der Vorzug: Primär anlegerschützend sind demzufolge die Regeln, die vornehmlich dem Schutz des individuellen Anlegers dienen sollen, während solche, die Finanzmarkt bzw. -system oder lediglich jeden beliebigen Marktteilnehmer im allgemeinen zu schützen intendieren, vorrangig funktionsschützender Natur sind.<sup>356</sup>

Des Weiteren wird im Bereich der Kapitalanlagegeschäfte<sup>357</sup> allgemein zwischen institutionellen Anlegern und Privatanlegern unterschieden.<sup>358</sup> Der Gruppe der Privatanleger gehören alle Kapitalgeber an, die im Gegensatz zu institutionellen Anlegern für ihre eigenen Belange und nicht für gewerbliche Zwecke handeln.<sup>359</sup> Diese Rechtsbeziehungen zwischen Privatanlegern und Finanzdienstleistern bergen aufgrund des erhöhten informationellen Ungleichgewichts das größte Konfliktpotential und stellen daher das Hauptziel gesetzlicher Verhaltenspflichten dar.

Institutionelle Anleger sind Kapitalgeber, die insbesondere durch ihr Anlagepotential und aufgrund von – häufig durch eigene Expertise vermitteltem – Fachwissen gegenüber den Finanzintermediären weniger schutzbedürftig sind, da bei ihnen ein strukturelles Informationsdefizit jedenfalls nicht im gleichen Maße vorliegt wie bei den privaten Anlegern.<sup>360</sup> Dies bedeutet jedoch nicht, dass anlegerschützende Vorschriften auf institutionelle Anleger generell keine Anwendung finden.<sup>361</sup> Vielmehr bedarf es einer Abwägung der Schutzbedürftigkeit je nach der Professionalität des Anlegers.<sup>362</sup> So sind unterschiedliche Verhaltens-Regelwerke für professionelle Kunden (*professional/wholesale*

<sup>351</sup> Vgl. § 2 II. 2.

<sup>352</sup> HOPT in GERKE/STEINER, S. 69, 71.

<sup>353</sup> Zum Beispiel unterteilt LANGE, S. 305f., in individuellen und generellen Anlegerschutz. Letzterer sei Teil des Funktionsschutzes; ähnlich ordnet KÜMPEL, *ibid.*, den überwiegenden Teil der gemeinhin als anlegerschützend geltenden Vorschriften als überindividuellen Anlegerschutz ein; dieser sei ein wesentlicher Aspekt des Funktionsschutzes. Der individuelle Anlegerschutz beschränkt sich daher für ihn auf wenige Regelungen – im Gegensatz zu LANGE, S. 306, zählt er allerdings die Wohlverhaltensregeln dazu (S. 1203f.).

<sup>354</sup> KÜMPEL (BANKRECHT), S. 1895f.; HALLER in KRÜMMEL, S. 329; GOODHART ET AL., S. 5f.

<sup>355</sup> AVGOULEAS, ICCLJ 2000, S. 89, 95; DALE/WOLFE, JFRC 1998, S. 326; ZUFFEREY-BERICHT, S. 35ff.; CESARINI in FERRARINI, S. 65; KURTH, WM 2000, S. 1521, 1525f.

<sup>356</sup> Genauso DECKERT/VON RÜDEN, EWS 1998, S. 46, 49; ähnlich WERLEN, ZSW 1995, S. 270, 275f; für das europäische Recht MOLONEY, S. 297.

<sup>357</sup> Näher dazu siehe § 4 I.

<sup>358</sup> Allgemeine Ansicht, vgl. nur CLAUSSEN, S. 487; PFEIFFER, S. 6; grundlegend HOPT (KAPITALANLEGERSCHUTZ), S. 79ff.; ebenso CRUICKSHANK in HERTIG/HERTIG-PELLI, S. 59.

<sup>359</sup> Ausführlich dazu HOPT (KAPITALANLEGERSCHUTZ), S. 80ff.

<sup>360</sup> HOPT (KAPITALANLEGERSCHUTZ), S. 79.

<sup>361</sup> CESARINI in FERRARINI, S. 65; KNOBL, ÖBA 1995, S. 741; a.A. wohl PFEIFFER, S. 7.

<sup>362</sup> *Wholesale* gegenüber *retail*; siehe schon IOSCO Report of the Technical Committee, Teil 1, I Nr. 7f.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

*customers*) und private Kunden (*retail customers*) zur präzisen Bestimmung des ökonomisch sinnvollen Schutzniveaus notwendig, wobei evident ist, dass Wohlverhaltenspflichten in ihrer primären Schutzzielrichtung hauptsächlich den schutzbedürftigeren, weil weniger informierten privaten Kunden im Visier haben.<sup>363</sup> Bei der Bestimmung des Schutzniveaus ist insbesondere zu bedenken, dass die Verhaltenspflichten nicht dazu führen dürfen, das Prinzip der Eigenverantwortung auszuhebeln. Der Kunde soll nicht besser gestellt werden, als er stünde, wenn es kein Marktungleichgewicht durch Informationsasymmetrie und Intransparenz gäbe.<sup>364</sup>

## II. SCHUTZ DES VERSICHERUNGSNEHMERS

Der Versicherungsnehmer ist die Person, die für die Absicherung eines bestimmten Risikos durch eine Versicherungsgesellschaft Kapital aufwendet. Auch im Versicherungsbereich wird grundsätzlich zwischen Versicherungsgeschäften mit Privatleuten (*retail insurance*) und solchen mit Geschäftsleuten oder Unternehmen (*wholesale insurance*) unterschieden.<sup>365</sup> Der Schutz des Versicherungsnehmers und diesbezügliche Verhaltenspflichten beim Vertrieb von Versicherungen beziehen sich ebenso wie im Wertpapierbereich primär auf das *retail business*.<sup>366</sup>

## III. SCHUTZ DES VERBRAUCHERS – INFORMATIONS- ODER SOZIALMODELL?

Der allgemeine Begriff des Verbraucherschutzes wird im Rahmen von Finanzdienstleistungen sowohl im Wertpapier- als auch im Versicherungsgeschäft häufig verwendet. Auf die unzähligen – und wohl vergeblichen – Versuche, einen einheitlichen, alle Rechtsgebiete und Konstellationen umfassenden Verbraucherbegriff für das deutsche Recht zu definieren, soll hier nicht näher eingegangen werden.<sup>367</sup> Einen Vergleichsansatz bietet aber die Verbraucherdefinition der Europäischen Union: Die Person des Verbrauchers findet sich nämlich in mehreren Richtlinien der Europäischen Union im Finanzdienstleistungsbereich definiert: Verbraucher ist demzufolge jede natürliche Person, die (von der jeweiligen Richtlinie abgedeckte bestimmte) Finanzdienstleistungen für Zwecke in Anspruch nimmt, die nicht ihrer gewerblichen oder beruflichen Tätigkeit zugerechnet werden können.<sup>368</sup>

<sup>363</sup> HOPT (KAPITALANLEGGERSCHUTZ), S. 418, erkennt bei den privaten Anlegern den schutzbedürftigen Typ des wirtschaftlich ungewandten, den Geheimnissen des Börsenwesens unwissend und hilflos gegenüberstehenden Durchschnittsanlegers.

<sup>364</sup> BRANDT, S. 37; dazu gleich § 6 III.

<sup>365</sup> Siehe dazu nur die IAIS Resolution, I. Nr. 7.

<sup>366</sup> IAIS Resolution, *ibid.*; KIENINGER, AcP 1999, S. 190, 240, nimmt Bezug auf HOPT (KAPITALANLEGGERSCHUTZ), S. 418 – siehe Fn. 363 – und bezeichnet den durchschnittlichen Versicherungsnehmer als genauso wirtschaftlich ungewandt und den Geheimnissen des Versicherungswesens unwissend gegenüberstehend an wie den Anleger.

<sup>367</sup> Vgl. statt aller die ausführliche Darstellung bei PFEIFFER, S. 24ff.; ein einheitlicher Verbraucherbegriff ist aber kein unmögliches Unterfangen; in einigen europäischen Ländern wie Österreich oder Frankreich ist durch gesetzliche Regelungen ein einheitlicher Verbraucherbegriff geschaffen worden.

<sup>368</sup> So Art. 1 Abs. 2 der RL 87/102/EWG des Rates vom 22. Dezember 1986 zur Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten über den Verbraucherkredit, ABl. EG 1987, Nr. L 42/48; desgleichen Art. 2 d) der RL 2002/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. September 2002 über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher, ABl. EG 2002, Nr. L 271/16; die Beschränkung des Verbraucherbegriffs auf natürliche Personen hat auch der EuGH in seinem Urteil C-541/99 und C-542/99 vom 22. November 2001 zur Verbraucherkreditrichtlinie bestätigt.



Der europäische Verbraucherbegriff weist daher keinen signifikanten Unterschied zum privaten Anleger bzw. Versicherungsnehmer auf. Entsprechend wird weithin angenommen, dass im Bereich der Finanzdienstleistungen ein Verbraucherbegriff herrscht, der mit dem des Privatanlegers bzw. privaten Versicherungsnehmers identisch ist.<sup>369</sup> Als nächsten Schritt gilt es festzustellen, welches Verbraucherleitbild dem Schutzgedanken zugrunde liegt, d.h. wie ist die Person, die geschützt werden soll – abstrakt gesehen – beschaffen? Die Antwort auf diese Frage hat erhebliche Auswirkungen auf die Ausgestaltung der Wohlverhaltenspflichten, weil dadurch die Grenzen der Schutzbedürftigkeit des Verbrauchers definiert werden. Zwei unterschiedliche Leitbilder prägen dabei die – vornehmlich in Deutschland geführte – Diskussion:

International und auf europäischer Ebene vorherrschend ist das Informationsmodell des *homo oeconomicus*, der grundsätzlich vernünftig handelt und seinen Entscheidungen rationale Erwägungen zugrundelegt.<sup>370</sup> Auch das Verbraucherleitbild des EuGH knüpft generell an einen sogenannten verständigen oder mündigen Verbraucherbegriff an.<sup>371</sup> Demnach sind Personen nur dann schutzwürdige Verbraucher, wenn sie in der Lage und, soweit die Sache für sie relevant ist, auch willens sind, Informationen zur Kenntnis zu nehmen und sich entsprechend rational zu verhalten.<sup>372</sup>

Das deutsche Verbraucherschutzrecht hingegen ist durch die verbreitete Orientierung am Sozialmodell des *homo inferior* gekennzeichnet. Der *homo inferior* ist ein Verbraucher, der fachlich und intellektuell unterlegen ist und seine Entscheidungen nicht aus rationalen Gründen trifft, bei ihm stehen vielmehr gewohnheitsmäßiges Verhalten sowie Einstellungen und Emotionen im Vordergrund.<sup>373</sup> Der von öffentlicher Hand gesteuerte Ausgleich der Informationsasymmetrie im Finanzgeschäft soll nach diesem Ansatz zusätzlich auch von sozialpolitischen Aspekten bestimmt sein, die mit der Sozialschutzfunktion des Staates begründet werden und über rein ökonomische Erwägungen hinausgehen (sogenannte *non-market goals*).<sup>374</sup> Dem Verbraucherschutz soll demzufolge auch im Bereich der Finanzdienstleistungen ein an allgemeinen Gerechtigkeitserwägungen orientiertes Ideal eines wirtschaftlich und sozial ausgeglichenen Kräfteverhältnisses zwischen den Beteiligten zugrunde liegen. Auf dem Sozialmodell basierende Regulierung ist daher nach anglo-amerikanischer Terminologie als paternalistisch einzuordnen. Nach dieser Ansicht ist an die Stelle der Privatautonomie im modernen Wohlfahrtsstaat die Vertragsgerechtigkeit oder –

<sup>369</sup> REICH, S. 64; HAGHOFER/MAYER, ÖBA 1997, S. 583, 585; dies entspricht wohl auch der Auffassung des EuGH, der in *Alpine Investments* (Rs. 394/93, Slg. 1995-I, S. 1141, 1179) zwischen den Begriffen Kapitalanleger und Verbraucher nicht differenziert; a.A. PFEIFFER, passim, insbesondere Teil 1, der detailliert die Unterschiede zwischen den Begriffen Anleger- und Verbraucherschutz gerade im Bereich der Wohlverhaltensregeln darlegt; auch KOLLER in ASSMANN/SCHNEIDER, vor § 31 Rn. 12, trifft diese Unterscheidung.

<sup>370</sup> ASSMANN, ZBB 1989, S. 49, 69; SCHÖN, S. 124; ; für die Schweiz: HAURI in DUFOUR/HIRSCH, S. 36, 39: „Es kann nicht darum gehen, den Sorglosen und Einfältigen vor seiner eigenen Sorglosigkeit und Einfalt zu schützen ... Es gilt vielmehr zu verhindern, dass der vorsichtige Anleger zum Narren gehalten und übertölpelt wird“; für Großbritannien: OUGHTON/LOWRY, S. 12ff; für die USA gilt grundsätzlich für jedermann das „sacred right to make a fool of oneself“; im Bereich der Europäischen Union spricht HEISS, ZEuP 1996, S. 625, 628f., von „wirtschaftlichen Verbraucherinteressen“.

<sup>371</sup> Vgl. die grundlegende Entscheidung Rs. C-470/93, Slg. 1995-I, S. 1923, 1944 (*Mars*).

<sup>372</sup> siehe HEIDRICH, S. 32; STREINZ/LEIBLE, ZIP 1995, S. 1236, 1241.

<sup>373</sup> Zusammenfassend PFEIFFER, S. 9f.; ausführlich HOPT (KAPITALANLEGERSCHUTZ), S. 9f.

<sup>374</sup> HOPT (GUTACHTEN), S. G 47, hat den Anlegerschutz mit seiner sozialpolitischen und wirtschaftspolitischen Zielsetzung als „janusköpfig“ beschrieben; vgl. auch KOCH/SCHMIDT, BFuP 1981, 231, 235. Zum allgemeinen Verhältnis zwischen Sozialschutzprinzip und Unternehmensverhaltensrecht siehe HOPT (KAPITALANLEGERSCHUTZ), S. 275ff; ders. hat in einem neueren Beitrag die Bedeutung des Sozialstaatsprinzips selbst für den nunmehr fest etablierten Anlegerschutz nochmals hervorgehoben (HOPT in GRUNDMANN (SYSTEMBILDUNG), S. 307, 312).

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

solidarität zu setzen, der zufolge die Verhaltenspflichten als Ausprägung eines Prinzips des Schwächerenschutzes zu verstehen sind.<sup>375</sup>

Bei genauerer Betrachtung stellt sich das Leitbild des *homo inferior* allerdings als höchst zweifelhaft heraus: Selbstverständlich ist der typische Privatkunde von seinem Wissensstand her im Regelfall einem Versicherungsvermittler ebenso hoffnungslos unterlegen wie beispielsweise einem Autoverkäufer. In beiden Fällen bedarf der Laie daher des Schutzes durch das Recht. Dieser Schutz wird ihm jeweils durch die Verpflichtung zu ausreichender und korrekter Information und anderweitig interessewahrendem Verhalten gewährleistet, unabhängig davon, ob sich diese Verpflichtung aus einer Konkretisierung allgemein geschuldeter Vertragspflichten oder aus spezifisch gesetzlich definierten Regeln ergibt. Durch die Information kann er eine rationale Entscheidung treffen, er ist gerade nicht mehr *homo inferior*, sondern wird durch die Hilfe seitens der ihn schützenden Vorschriften zumindest annähernd auf die Stufe des *homo oeconomicus* gehoben. Sinn und Zweck des Verbraucherschutzes ist die Aufhebung struktureller Asymmetrien. Es geht darum, dem Kapitalgeber die Informationen an die Hand zu geben, damit dieser eigenverantwortlich handeln kann und nicht als per se schwächerer Part seinem Gegenüber ausgeliefert ist.<sup>376</sup> Es kann allerdings weder die Aufgabe des Verbraucherschutzes im Allgemeinen, noch seiner speziellen Ausprägung in der Variante des Anlegerschutzes sein, den Verbraucher vor sich selbst zu schützen.<sup>377</sup> Entsprechend dem Gedanken der Privatautonomie handelt der Laie als Autokäufer wie als Kapitalanleger oder auch Versicherungsnehmer in eigener Verantwortung. Der Verbraucher soll vor irrationalen oder emotionalen Entscheidungen eben nicht geschützt werden; ihm soll vielmehr die Möglichkeit an die Hand gegeben werden, eine rationale Entscheidung zu treffen. Will er trotz der ihm gewährten Aufklärung und gegebenenfalls Beratung unvernünftig handeln, gibt es keine allgemeine sozialfürsorgliche Generalschutzpflicht vor Selbstschädigung.<sup>378</sup> Denn die Einschränkung der grundsätzlich garantierten Privatautonomie lässt sich nur soweit rechtfertigen, wie sie zur Vermeidung von Schäden durch die typische Informationsasymmetrie erforderlich ist.

Darüber hinaus soll der Verbraucher vor dem Risiko von Schäden und Nachteilen bewahrt werden, dem er trotz rationalen Verhaltens typischerweise ausgesetzt ist. So kann ihm neben dem oben dargelegten „informationellen“ Verbraucherschutz auch „sozialer“ Verbraucherschutz zuteil werden. Dieser „soziale“ Verbraucherschutz ist aber – zumindest wie er hier verstanden werden soll – unabhängig vom oben beschriebenen Leitbild des *homo inferior*, weil er nicht an die Entscheidungsfreiheit des Verbrauchers anknüpft. Solch „sozialer“ Verbraucherschutz gibt im Finanzsektor z.B. durch Zinsobergrenzen, Kündigungsverbote und Gebote der sozialen Rücksichtnahme Mindeststandards vor, die nach europäischem Rechtsverständnis bei der Leistung von Finanzdiensten nicht unterschritten werden sollten<sup>379</sup>, hat aber keine Auswirkungen auf die Entscheidungsfreiheit des Verbrauchers und lässt diese unberührt. Entsprechend lassen sich insbesondere organisatorische Verhaltenspflichten auch durch solchen „sozialen“ Verbraucherschutz begründen. Eine Rechtsordnung, in der es „gerecht“ zugehen soll, kann nicht dulden, dass

<sup>375</sup> FLEISCHER, ZEuP 2000, S. 772, 779f.

<sup>376</sup> In diesem Sinne z.B. auch die ausdrückliche gesetzliche Zielsetzung in s 5 (2)(d) FSMA 2000: „*general principle that consumers should take responsibility for their decisions*“.

<sup>377</sup> Das in Deutschland insbesondere von der Rechtsprechung geprägte Verbraucherleitbild ist zu Recht auf teilweise vehementen Widerspruch gestoßen; vgl. dazu z.B. die Charakterisierung des deutschen Verbraucherleitbildes durch EMMERICH in FS GERNHUBER, S. 857, 870, als eines „an der Grenze zur Debität verharrenden, unmündigen, einer umfassenden Betreuung bedürftigen, hilflosen Verbrauchers, der auch noch gegen die kleinste Irreführungsgefahr geschützt werden muss“.

<sup>378</sup> BRANDT, S. 37.

<sup>379</sup> REIFNER in GRUNDMANN (SYSTEMBILDUNG), S. 577, 580, der als Beispiel für solche Regelungen § 11 Abs. 1 VerbrKrG zitiert (gesetzlich vorgeschriebener Zinssatz bei Verzug mit der Kreditrückzahlung).

Finanzdienstleistungsunternehmen das ihnen anvertraute Kapital zu unlauteren Zwecken nutzen, selbst wenn sich der Verbraucher dieses Missbrauchs aufgrund der marktinhärenten Faktoren der Intransparenz und des Informationsgefälles häufig gar nicht bewusst ist. Im Finanzdienstleistungssektor ist die Informationsasymmetrie und Intransparenz aufgrund des Charakters der Finanzdienstleistungen als *credence goods* ganz besonders stark ausgeprägt. Daher muss dem Kapitalgeber, im Vergleich zu anderen Wirtschaftsbereichen, auch ein erhöhtes Maß an Aufklärung, Informationsübermittlung und anderen Mechanismen zur weitest gehenden Behebung der Asymmetrie zuteil werden, damit er eine möglichst eigenständige Entscheidung treffen kann. Dies spiegelt sich insbesondere darin wieder, dass institutionelle Anleger und Versicherungsnehmer, die nach allgemeinem Verständnis nicht als Verbraucher anzusehen sind, zumindest nicht aus dem Kreis der durch Wohlverhaltensregeln zu schützenden Personen ausgeschlossen sind.<sup>380</sup> Entgegen einer vor allen Dingen in deutschem Schrifttum und Rechtsprechung verbreiteten Ansicht ist das internationale Verbraucherleitbild des *homo oeconomicus* zu bevorzugen.<sup>381</sup> Dies wird auch durch die Apologeten der ökonomischen Analyse des Rechts gestützt, die gemeinhin vom Bild des rationalen, egoistischen Menschen ausgehen.<sup>382</sup> Intensität und Ausmaß der Schutzvorschriften müssen allerdings in Anbetracht des spezifischen strukturellen Ungleichgewichts besonders detailliert ausgeprägt sein.

#### IV. KUNDENSCHUTZ

Es lassen sich also zwei unterschiedliche Gruppen von Kunden von Finanzdienstleistungen ausmachen, die bei ihren Geschäften mit Finanzdienstleistern in verschiedenem Maße als schutzwürdig anzusehen sind, zum einen die institutionellen Anleger oder Versicherungsnehmer, zum anderen die privaten Anleger / Versicherungsnehmer / Verbraucher.<sup>383</sup> Beiden Gruppen gemeinsam in ihrer Beziehung zum Finanzdienstleistungsunternehmen ist die Kundeneigenschaft. Diese Sichtweise spiegelt sich auch im angloamerikanischen Rechtskreis in der häufig unterschiedslosen Verwendung der Begriffe *investor protection* und *consumer protection* nieder.<sup>384</sup> Das neue britische Finanzaufsichtsrecht unterscheidet nicht zwischen Anleger und Verbraucher, sondern gebraucht einheitlich den Begriff des *consumer*.<sup>385</sup> Demnach fallen unter den Begriff *consumer* auch institutionelle Anleger<sup>386</sup>; das Schutzniveau hängt allein von der Erfahrung des *consumer* und dem Risiko des jeweiligen Geschäfts ab.<sup>387</sup>

---

<sup>380</sup> Dazu siehe oben § 6 III. und 2.; in diesem Sinne wohl auch BLIESENER, S. 49, der allerdings eher vom Modell des *homo inferior* auszugehen scheint (ibid., S. 47f.).

<sup>381</sup> A.A. insbesondere PFEIFFER, S. 44ff., der in Deutschland das Sozialmodell des *homo inferior* etabliert sieht und daher auch eine Gleichsetzung von Anleger- und Verbraucherschutzrecht konsequenterweise ablehnt.

<sup>382</sup> REM-Hypothese, vgl. dazu ausführlich SCHÄFER/OTT, S. 55ff.

<sup>383</sup> Die Untersuchung konzentriert sich auf die Verbraucher als schutzbedürftigere Gruppe, kommt aber auch auf die auf institutionelle Kapitalgeber anwendbaren Schutzregeln sowie die entsprechend unterschiedlichen Regelwerke zu sprechen.

<sup>384</sup> CARTWRIGHT in CARTWRIGHT, S. 4ff.; PAGE/FERGUSON, S. 14.

<sup>385</sup> Vgl. Sec. 3 (3) FSMA 2000 der als eine der Aufgaben der Financial Services Authority nur noch von *consumer protection* spricht.

<sup>386</sup> Sec. 5 (3) i.V.m. Sec. 138 FSMA 2000; dies gilt allerdings nicht für sogenannte *market counterparties*, die als *non-customers* angesehen werden; dazu und zu den einzelnen Kundenkategorien im britischen Finanzdienstleistungsrecht siehe § 11 II. 1. a) .

<sup>387</sup> Sec. 5 (2)(a) und (b) FSMA 2000; Regeln, die nur Privatanleger schützen sollen, nehmen Bezug auf *private consumers* bzw. *private customers*.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

Am häufigsten wird in britischer und amerikanischer Diktion allgemein von *customers* gesprochen<sup>388</sup> wie auch im deutschen Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) die zu schützende Person mit dem allgemeingültigen Begriff des Kunden bezeichnet wird.<sup>389</sup> Der Schutz der Anleger und Verbraucher als Kunden von Finanzdienstleistungsunternehmen soll daher wie auch in der IOSCO-Resolution und der ISD2<sup>390</sup> zusammenfassend mit dem Begriff Kundenschutz umschrieben werden.<sup>391</sup>

---

<sup>388</sup> vgl. nur PAGE/FERGUSON, S. 269f.

<sup>389</sup> Vgl. §§ 31-34 WpHG.

<sup>390</sup> Vgl. nur § 4 Nr. 10 ISD2: „Kunde: jede natürliche oder juristische Person, für die eine Wertpapierfirma Wertpapierdienstleistungen und/oder Nebendienstleistungen erbringt.“

<sup>391</sup> Wiewohl auch der Begriff des Anlegers im weiteren Verlauf bisweilen zur sprachlichen Auflockerung verwendet wird.

## § 7 EINTEILUNG DER WOHLVERHALTENSPPFLICHTEN

Nach der Klärung des Anwendungsbereichs von Wohlverhaltensregeln im Finanzdienstleistungsgeschäft kann eine Einteilung der ökonomisch zum Ausgleich der Informationsasymmetrie gebotenen Pflichten vorgenommen werden. Die Wohlverhaltensregeln, wie sie hier verstanden werden, beschäftigen sich mit den Vorgängen und Tätigkeiten, die während der Durchführung einer Finanzdienstleistung typischerweise ablaufen. Diese Regeln greifen in die Transaktion zwischen Finanzdienstleister und Finanzdienstleistungsempfänger und somit in die Privatautonomie zwischen den Akteuren ein. Sie ermöglichen dadurch zum einen eine informierte Entscheidung des Kunden, zum anderen verhindern sie, dass der Kunde aufgrund der Intransparenz des Finanzdienstleistungsgeschäfts benachteiligt wird.

Es handelt sich dabei um konkrete Verhaltenspflichten, die im Rahmen der Anbahnung und Durchführung einer Finanzdienstleistungstransaktion zum Tragen kommen. Als Bestandteil der *protective regulation* haben sie mikrojuristische Ziele und schützen primär den individuellen Kunden. Davon zu unterscheiden sind abstrakte Informationspflichten, die allgemein auf Marktinformation abzielen, ohne dass es dabei zu einem Geschäftsabschluss kommt; diese dienen eher funktionsschützenden, makrojuristischen Zielen.<sup>392</sup> Dies bedeutet, dass sowohl die Publizitätsleistungen der Emittenten von Wertpapieren auf der einen Seite als auch die Informations- und Beratungsdienstleistungen gegen Entgelt, die von reinen Informationsintermediären erbracht werden, nicht zu den transaktionsbezogenen Verhaltensregeln gehören, weil sie nicht im direkten Zusammenhang mit Kundentransaktionen stehen. Die hier betrachteten Verhaltenspflichten beschäftigen sich auch nicht nur mit strafrechtlich relevantem Fehlverhalten von Finanzdienstleistern, etwa durch Betrug, Untreue oder spezifischen Strafbestimmungen im Rahmen des Marktverhaltens (*market conduct*) wie Insiderhandel. Wohlverhaltenspflichten greifen schon im Vorfeld solcher strafrechtlicher Bestimmungen ein, d.h. in Bereichen, in denen ein Verhalten noch keinen objektiven Unrechtsgehalt aufweist, der mit strafrechtlichen Sanktionen belegt werden muss. Durch die Verhaltensregeln soll vielmehr lediglich ein ökonomisch sinnvoller Ausgleich der Informationsasymmetrie erfolgen.

### I. ALLGEMEINE INTERESSENWAHRUNGSPFLICHT

Zwei grundsätzliche Verhaltenspflichten strahlen auf alle anderen Regelungen des Verhaltens aus:

Wie bei anderen Rechtsbeziehungen im wirtschaftlichen Raum müssen auch die Finanzdienstleistungsunternehmen bei all ihren Aktivitäten Sorgfalt und Integrität walten lassen.<sup>393</sup> Der Grundsatz der Sorgfalt ist untrennbar mit dem Integritätsgrundsatz verbunden. Das Finanzdienstleistungsunternehmen muss sicherstellen, dass alle Geschäfte, die es mit dem Kunden tätigt, sorgfältig und professionell ausgeführt werden. Das Finanzdienstleistungsunternehmen muss überdies bei allen Aktivitäten immer ehrlich und fair mit seinen Kunden umgehen. Insbesondere ist jedwedes Verhalten, das den Kunden zu täuschen oder in sonstiger Weise irrezuführen geeignet ist, zu unterlassen.

---

<sup>392</sup> So auch FLEISCHER, ZEuP 2000, S. 772, 777, der allerdings im weiteren Verlauf, S. 784, die Wohlverhaltensregeln fälschlich als primär funktionsschützend qualifiziert.

<sup>393</sup> Integrität und Sorgfalt sind jeweils die ersten beiden Grundsätze der IOSCO Resolution und den IAIS Principles, vgl. Einleitung und Anhang.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

Diese in jedwedem wirtschaftlichen Geschäftsverkehr üblichen allgemeinen Sorgfalts- und Lauterkeitspflichten werden aufgrund der ökonomisch begründeten strukturellen Informationsasymmetrie im Finanzdienstleistungssektor rechtlich durch eine allgemeine Interessenwahrungspflicht der Finanzdienstleister ausgefüllt und ergänzt: Weil die betroffenen Geschäfte für die Kunden so intransparent und schwer zu verstehen sind und sie typischerweise einem Informationsgefälle ausgesetzt sind, ist der Finanzdienstleister zur umfangreichen Wahrung ihrer Interessen zu verpflichten.<sup>394</sup> Zwischen Kunden und Finanzdienstleistungsunternehmen bestehen demnach Rechtsverhältnisse, bei denen der Finanzdienstleister dem Kunden gegenüber in besonderem Maße über die bei anderen Geschäften übliche Sorgfaltspflicht hinaus verpflichtet ist.<sup>395</sup> Diese Interessenwahrungspflicht kommt bei Wertpapierdienstleistungen<sup>396</sup> und Versicherungsdienstleistungen<sup>397</sup> besonders zum Tragen und bildet den Kern der Verhaltenspflichten.<sup>398</sup> Wertpapier- und Versicherungsdienstleister haben im besten Interesse ihrer Kunden zu handeln<sup>399</sup> bzw. ihre Interessen nicht in unfairer Weise über die ihrer Kunden setzen.<sup>400</sup> Für Wertpapiergeschäfte soll gar der Grundsatz gelten, dass das Kundeninteresse Vorrang vor den Eigeninteressen haben soll, d.h. die Tätigkeit der Finanzdienstleister soll von dem Kriterium der Fremdnützigkeit geprägt sein.<sup>401</sup> Demnach ist die Interessenwahrungspflicht im Wertpapierbereich gerade in Deutschland bisher stärker ausgeprägt als im Versicherungssektor.<sup>402</sup> Begründet wird diese allgemeine Interessenwahrungspflicht im Finanzdienstleistungsbereich vielfach aus der dem Geschäft inhärenten Verantwortung für fremdes Vermögen im Sinne einer quasi treuhänderischen Verpflichtung.<sup>403</sup> Diese allgemeine Interessenwahrungspflicht schränkt für Finanzdienstleister den Grundsatz der Privatautonomie ein, demzufolge jede Partei aufgrund des natürlichen Interessenwiderstreits berechtigt ist, den eigenen und eventuell kostenaufwendig erworbenen Wissensvorsprung zu wahren. Der den europäischen Rechtsordnungen eigene Grundsatz, dass

<sup>394</sup> Die gleiche Unterscheidung trifft auch GRUNDMANN in EBENROTH/BOUJONG, WpHG § 31, Rn. VI 192ff., der die Sorgfaltspflicht als Ausfluss des Gegenseitigkeitsverhältnisses von Dienstleistung und Vergütung ansieht, während die Interessenwahrungspflicht treuhänderische Spezialpflicht sei.

<sup>395</sup> Für den Bank- und Wertpapierbereich spricht CANARIS, Rn. 118, von einer Treuepflicht, auf Versicherungen bezogen ebenso BK/DÖRNER, Einleitung, Rn. 92f.

<sup>396</sup> So CANARIS, a.a.O.; für das amerikanische Effektenrecht siehe KÖNDGEN, S. 40ff.; in Großbritannien PAGE/FERGUSON, S. 37.

<sup>397</sup> Für Versicherungsdienstleistungen im Allgemeinen SCHÜNEMANN, JZ 1995, S. 430, 435 („treuhandähnliches Verhältnis“); für Großbritannien HANSELL, S. 175 („fiduciary nature of insurance“); für Versicherungsmakler beispielsweise BK-GRUBER, Anhang zu § 48, Rn. 1 („Interessenwahrer des Versicherungsnehmers“); für Versicherungsmakler- und agenten gemeinsam der auf dem 2. BIPAR-Welttreffen 1984 aufgestellte allgemeine Moralkodex für Versicherungsvermittler, der unter II. Allgemeine Verhaltensregeln für *Versicherungsagenten und -makler* in Punkt 2.4 ausführt: „Sie stellen stets die legitimen Interessen des Kunden und ihre Loyalität zu ihm über ihren eigenen Vorteil.“

<sup>398</sup> Für den Wertpapierbereich in Deutschland ausführlich LEISCH, S. 113ff., der den Grundsatz der Interessenwahrung als „Leitprinzip“ aller in § 31f. WpHG verankerten Pflichten ansieht.

<sup>399</sup> IOSCO Resolution, Principle 1 und 2: „*in the best interests of its customers*“.

<sup>400</sup> IAIS Principles, Erläuterung Nr. 14 S. 3: „*A service provider should not unfairly place its interests above those of its customers ...*“. In der Folge heißt es weiter: „... *where a properly informed customer would reasonably expect that the service provider would place the customer's interests above its own, the service provider should live up to that expectation.*“

<sup>401</sup> KOLLER in ASSMANN/SCHNEIDER, § 31 Rn. 5; für den Versicherungsbereich beispielsweise KIENINGER, AcP 1999, S. 190, 245f.

<sup>402</sup> Im weiteren Verlauf der Arbeit wird nachgewiesen werden, dass de lege ferenda auch in Deutschland eine weitgehende Parallelität jedenfalls der grundsätzlichen Interessenwahrungspflicht in beiden Bereichen anzustreben ist.

<sup>403</sup> Zur Treuhand im Allgemeinen siehe GRUNDMANN (TREUHAND), passim, zu den Pflichten in treuhänderischen Verhältnissen insbesondere S. 133ff.

eine Partei im Wirtschaftsverkehr nicht angehalten ist, zur Hüterin der Belange einer anderen Partei zu werden<sup>404</sup>, wird im Rahmen der Finanzdienstleistungen eingeschränkt. Denn der Finanzdienstleister macht sich seine berufliche Spezialisierung im Rahmen der Vermögenssorge in wirtschaftlicher Hinsicht zunutze. Daher kann er nicht nur die Vorteile seiner Tätigkeit in Anspruch nehmen, sondern ist im Gegenzug gehalten, sich an seiner Berufsrolle festhalten zu lassen<sup>405</sup>, für die die Begriffe Sorgfalt, Sachkenntnis und Gewissenhaftigkeit prägend sind. Die allgemeine Interessenwahrungspflicht für Finanzdienstleistungsunternehmen ist international anerkannt und in den hier betrachteten Rechtsordnungen sowohl für den Bereich des Wertpapier- als auch für das Versicherungsgeschäft fest verankert.<sup>406</sup> Bisweilen wird dies zwar für abhängige Versicherungsvertreter in Zweifel gestellt: Da Versicherungsvertreter zivilrechtlich als Gehilfe der Versicherungsgesellschaft angesehen werden, sollen sie gegenüber den Kunden keine über die normale Sorgfaltspflicht hinausgehende Interessenwahrungspflicht haben.<sup>407</sup> Die Bedenken, auch für den Versicherungsvertreter eine Interessenwahrungspflicht gegenüber dem Kunden anzunehmen, sind aber nur darin begründet, dass seine vertraglichen Bindungen ihn primär gegenüber der Versicherungsgesellschaft interessenwahrungspflichtig werden lassen. Als Erfüllungs-, Abschlussgehilfe oder Treuhänder der Versicherungsgesellschaft hat er aber gegenüber dem Kunden die gleichen Verhaltenspflichten einzuhalten wie die Versicherungsgesellschaft selbst<sup>408</sup>, deren Interessenwahrungspflicht nicht im Zweifel steht.<sup>409</sup>

Daraus folgt zum einen, dass es Aufgabe des Finanzintermediärs ist, die Informationsasymmetrie abzumildern. Er muss seinen Wissensvorsprung im Hinblick auf ein Finanzprodukt soweit kommunizieren, dass seinem wissensschwächeren Gegenüber eine rationale, d.h. „interessenwahrende“ Entscheidung ermöglicht wird. Die übergreifende allgemeine Interessenwahrungspflicht erfährt demnach zum einen durch Aufklärungspflichten eine konkretisierte Ausprägung.<sup>410</sup>

<sup>404</sup> Dazu HOPT (KAPITALANLEGGERSCHUTZ), S. 238ff.

<sup>405</sup> LANG, AcP 2001, S. 451, 529; beispielhaft hat sich dieses Prinzip in der amerikanischen *shingle theory* verwirklicht, dazu siehe **Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden.**

<sup>406</sup> Vgl. die Nachweise in Fn. 395ff. sowie zu Versicherungsdienstleistern auch die Ausführungen in § 5 II. ; BLIESENER, S. 209, spricht für den Wertpapierhandel von einem internationalen *acquis juridique*; WIEGAND/BERGER, ZBJV 1999, S. 719, sehen die Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten als Ausdruck eines internationalen Konsenses.

<sup>407</sup> So in Deutschland vgl. die Rechtsprechungsnachweise bei KIENINGER, AcP 1999, S. 190, 195ff.; in Österreich ergibt sich dies schon aus einem Umkehrschluss aus § 43a ÖVVG, der lautet: „Fällt ein Vermittler zwar nicht unter § 43 Abs. 1, steht er aber zum Versicherer in einem solchen wirtschaftlichen Näheverhältnis, das es zweifelhaft erscheinen lässt, ob er in der Lage ist, überwiegend die Interessen des Versicherungsnehmers zu wahren, so haftet der Versicherer dem Versicherungsnehmer für das Verschulden eines solchen Vermittlers wie für sein eigenes.“; für die USA siehe gleich § 10 I. 2.

<sup>408</sup> So auch BIGOT/LANGÉ, S. 175: Die Informationspflicht des Agenten gegenüber dem Kunden leitet sich aus der Informationspflicht des Versicherungsunternehmens ab; ebenso eine Interessenwahrungspflicht des Agenten bejahend: für Frankreich nochmals ausführlich BIGOT/LANGÉ, S. 207ff. m.w.N. und LAMBERT-FAIVRE, S. 114ff., 166f; ebenso die allerdings nur berufsständisch durchsetzbaren Verhaltensregeln des britischen General Insurance Standards Council (GISC) – dazu mehr siehe § 11 I. 2. c) – und des Bundesverbandes Deutscher Versicherungskaufleute (BVK), des größten deutschen Interessenverbandes von Versicherungsagenten, dessen Berufsregeln in Nr. 5 statuieren: „Die Beachtung der berechtigten Interessen der Versicherten, die Vorrang vor den eigenen Interessen haben, muss der wichtigste Geschäftsgrundsatz des selbständigen Versicherungskaufmanns sein. Er hat sich stets zu bemühen, das Vertrauen seiner Kunden zu erlangen und zu erhalten.“; zu der allerdings auch nur berufsständischen Regelung im Moralkodex der BIPAR siehe Fn. 397.

<sup>409</sup> Vgl. die Nachweise in Fn. 397; RÖMER, S. 7ff., spricht für das deutsche Recht von einer Kenntnisverschaffungspflicht, die dem Versicherer obliege, um dem Kunden eine sachgerechte Entscheidung zu ermöglichen; ähnlich BK-SCHWINTOWSKI, § 5a, Rn. 68, demzufolge bei einer Beratung der Versicherer in fremdem Interesse handelt.

<sup>410</sup> Dazu gleich § 7 IV. 2. .

### II. INTERESSENKONFLIKTE

Aber damit allein ist der Umfang der allgemeinen Interessenwahrungspflicht nicht erschöpft. Diese führt nämlich zwangsläufig zu Interessenkonflikten zwischen den Interessen des Kunden und den Interessen des Finanzdienstleisters.<sup>411</sup> Interessenkonflikte sind als „pathologische Sachverhalte im Rahmen der Interessenwahrung“ bezeichnet worden.<sup>412</sup> Denn nicht nur dem Kunden, sondern auch dem Finanzdienstleister ist als *homo oeconomicus* an der Mehrung seiner eigenen Wohlfahrt gelegen.<sup>413</sup> Der Finanzdienstleister kann mit seinem Verhalten sowohl die Wohlfahrt des Kunden als auch seine eigene Wohlfahrt fördern. Im Falle von konfligierenden Interessen besteht daher die Gefahr, dass er die Interessen seines Kunden zu seinem eigenen Vorteil vernachlässigt. Interessenkonflikte entstehen also, wenn mehrere Personen im Rahmen einer Geschäftsbeziehung an der Realisierung bestimmter divergierender Geschäftschancen interessiert sind.<sup>414</sup>

#### 1. INTERESSEN DES KUNDEN

Nicht jedes beliebige Kundeninteresse kann potentiell jedoch zu einem Interessenkonflikt mit dem Finanzdienstleister führen, das regulatorischer Regelung bedarf. Relevant sind vielmehr nur solche Interessen des Kunden, deren Realisierung der Kunde durch sein Herantreten an den Finanzdienstleister erwarten kann.<sup>415</sup> Der Kunde ist bei den hier betrachteten Finanzdienstleistungsgeschäften daran interessiert, eine möglichst hohe Rendite – bei Kapitalanlagegeschäften<sup>416</sup> – bzw. eine möglichst verlässliche Risikoabsicherung – bei Hedginggeschäften und Schadensversicherungen<sup>417</sup> – zu erhalten. In beiden Fällen ist ihm daran gelegen, mit möglichst geringen Transaktionskosten belastet zu werden. Am wichtigsten ist, dass der Kunde darauf vertrauen können muss, dass der Inhalt der ihm übermittelten Information zutreffend ist, weil er nur so eine rationale Entscheidung zu treffen imstande ist.

#### 2. INTERESSEN DES FINANZDIENSTLEISTERS

Mit diesen Kundeninteressen können Eigeninteressen des Finanzdienstleisters konfligieren. Dabei ist herauszustreichen, dass die Verfolgung von Eigeninteressen durch den Finanzdienstleister grundsätzlich rechtlich unbedenklich ist. Die Wahrnehmung von Geschäftschancen ist legitim und in einer auf grundsätzliche Selbstverantwortung aufbauenden Wirtschaftsordnung nicht als verwerflich zu betrachten.<sup>418</sup> Ein gesetzlicher Regelungsbedarf besteht erst bei strukturellen Ungleichgewichten, wie sie aufgrund der

---

<sup>411</sup> Zu einer ausführlichen Würdigung des Phänomens der Interessenkonflikte vgl. die Monographien von WEIMANN (zur deutschen und amerikanischen Rechtslage), insbesondere S. 57-110 und S. 148-162; HOFSTETTER (zur Schweiz), insbesondere S. 54ff.; MCVEA (für Großbritannien), insbesondere S. 18ff.

<sup>412</sup> HOFSTETTER, S. 54.

<sup>413</sup> Zur REM-Hypothese siehe SCHÄFER/OTT, S. 54ff.

<sup>414</sup> Im Folgenden soll hier nur auf die Interessen des Kunden und des Finanzdienstleisters näher eingegangen werden. Nicht verkannt werden sollte aber, dass natürlich auch Interessenkonflikte zwischen Kunde und Mitarbeiter des Finanzdienstleisters oder zwischen zwei Kunden auftreten können – dazu ausführlich SCHWARK/SCHWARK, KMRK, § 31 WpHG, Rn. 29ff.

<sup>415</sup> KOLLER in ASSMANN/SCHNEIDER, § 31, Rn. 26a.

<sup>416</sup> Dazu siehe § 4 I. und § 4 II. 1. b).

<sup>417</sup> Ausführlich siehe § 4 I. 1. b) und § 4 II. 3. .

<sup>418</sup> Dazu bezogen auf Interessenkonflikte im Wertpapierbereich ausführlich WEIMANN, S. 61f.



## § 7 Einteilung der Wohlverhaltenspflichten

Informationsasymmetrie im Finanzdienstleistungsgeschäft regelmäßig gegeben sind.<sup>419</sup> Die heutige, sich immer weiter verflechtende Finanzwelt führt gerade bei den größeren Finanzdienstleistungsunternehmen zu einer Vielzahl von dem Kundeninteresse potentiell zuwiderlaufenden Interessen des Finanzdienstleisters<sup>420</sup>, die sich grob folgendermaßen einteilen lassen:<sup>421</sup>

Zum einen hat der Finanzdienstleister Geschäftsinteressen im Rahmen des Vertriebs von Finanzdienstleistungen. Die Vertriebsleistungen sind maßgeblich vom *Vergütungsinteresse* der Finanzdienstleister geleitet. Sowohl Wertpapierdienstleister als auch Versicherungsvermittler haben ein Interesse daran, möglichst hohe Provisionserträge zu generieren. Dies gilt selbst für die Versicherungsgesellschaft selbst, die möglichst viele Versicherungsprodukte abzusetzen versucht, wobei sie eine „Vergütung“ nicht durch Provision, sondern durch die über den Vertrieb erreichte Kapitalzufuhr erfährt. Aus Vergütungsinteresse mag der Finanzdienstleister einem Kunden mehr Finanzprodukte zu vermitteln, als dessen Bedürfnissen und somit rationalen Interessen entspricht.<sup>422</sup> Ein solches Verhalten ist im normalen Wirtschaftsleben in diesem Rahmen durchaus legitim, im Finanzdienstleistungssektor aber ein Verstoß gegen die allgemeine Interessenwahrungspflicht, weil der Kunde aufgrund seines inferioren Wissens Schwierigkeiten hat, seine Bedürfnisse rational zu bewerten. Jedenfalls außerhalb auch ansonsten legitimer Eigeninteressen liegen die Fälle, bei denen der Finanzdienstleister aus *Vergütungsinteresse* vorsätzlich Gebühren „schindet“, indem er nicht notwendige gebühren- bzw. provisionsträchtige Änderungen beispielsweise durch ständige An- und Verkäufe von Finanzprodukten entweder selbst vornimmt<sup>423</sup> oder den Kunden veranlasst vorzunehmen.<sup>424</sup> Die Unnötigkeit dieser Umschichtungen ist dem Kunden meist nicht bewusst, weil ihm aufgrund der Intransparenz des Geschäfts Überblick und Verständnis fehlen. Dieses häufig mit dem englischen Begriff (*churning*)<sup>425</sup> belegte Vorgehen, das sowohl im Wertpapierbereich als auch im Versicherungsbereich<sup>426</sup> weit verbreitet ist, verstößt in eklatanter Weise gegen die allgemeine Interessenwahrungspflicht und unterliegt im übrigen auch strafrechtlicher Verfolgung im Rahmen der Untreue- und Betrugsvorschriften.<sup>427</sup>

Das ebenfalls im Rahmen des Vertriebs relevante *Absatzinteresse* bezieht sich darauf, dass der Finanzdienstleister ein erhöhtes Interesse daran hat, eigene oder solche Finanzprodukte zu

<sup>419</sup> Zur ökonomischen Analyse der Wirkungen der Ausnutzung von Wissensvorsprüngen im Bereich der Interessenkonflikte siehe WEIMANN, S. 12ff.

<sup>420</sup> Auflistungen möglicher Interessenkonflikte ohne Anspruch auf Vollständigkeit finden sich etwa bei MCVEA, S. 33ff.; HOFSTETTER, S. 8ff.; WOOD in GOODE, S. 59, 60ff.; HOPT in FS HEINSIUS, S. 289, 316ff.

<sup>421</sup> Die Einteilung folgt der von BLIESENER, S. 168f., entwickelten Systematik.

<sup>422</sup> Ein solches Verhalten ist insbesondere Versicherungsvermittlern immer wieder vorgeworfen worden, vgl. die intensive Diskussion der Provisionsproblematik bei HEISS/LORENZ, S. 31-42.

<sup>423</sup> Im Rahmen einer individuellen Vermögensverwaltung.

<sup>424</sup> Weswegen WEIMANN, S. 69f., dieses klar betrügerische Verhalten auch nicht mehr als eigentlichen Interessenkonflikt zwischen legitimen Eigeninteressen und Kundeninteressen ansieht, weil es für *churning* kein anerkennenswertes Interesse der Wertpapierfirma gebe.

<sup>425</sup> „Buttern“: Die Milch (das Wertpapierdepot bzw. die Lebensversicherung) wird beim *churning* so oft umgeschichtet bzw. geändert, dass die Butter (die Gebühren, Provisionen) entnommen werden kann, während dem Kunden nur noch Magermilch (ein erheblich reduzierter Kapitalstock) verbleibt – siehe RÖSSNER/ARENDS, WM 1996, S. 1517, die die Problematik und Lösungsansätze zur Beurteilung von *churning*-Kriterien ausführlich behandeln (S. 1519ff.).

<sup>426</sup> Für Lebensversicherungen, bei denen die langfristige Natur und der erhebliche Wertverlust bei frühzeitiger Einstellung der Prämienzahlung einen Wechsel des Produkts in den seltensten Fällen im Interesse des Kunden sein lassen, siehe PAGE/FERGUSON, S. 292; in Großbritannien wird dieses Verhalten im Rahmen von Lebensversicherungen und Investmentfondsanteilen („*packaged products*“) mit dem Begriff *switching* bezeichnet – BLAIR (BANKING), S. 225ff.

<sup>427</sup> Für Deutschland siehe RÖSSNER/ARENDS, WM 1996, S. 1517, 1525; vgl. für eine Schilderung der Probleme bei der Aufdeckung und der Nachweisbarkeit des *churning*, HUS, Die Zeit, 08.02.2001, S. 25.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

vertreiben, die von Unternehmen „produziert“ werden, mit denen er wirtschaftlich verbunden ist.<sup>428</sup> Auch dieses Interesse besteht gleichermaßen für Versicherungs- und Wertpapierdienstleister. In Zeiten der zunehmenden Finanzkonglomeration ergeben sich aus den vielfältigen Tätigkeitsbereichen eines Finanzdienstleistungsunternehmens in verstärktem Maße Interessenkonflikte, die sich nicht unmittelbar auf eine bestimmte Transaktion beziehen, sondern auch durch Aktivitäten auf anderen Geschäftsebenen zur Entstehung kommen.<sup>429</sup> Als Beispiele könnte hier eine Versicherungsgesellschaft genannt werden, die eine fondsgebundene Lebensversicherung auflegt und dabei auf Investmentfonds zurückgreift, mit denen sie durch Anteile an der Kapitalanlagegesellschaft oder durch Anteile an den im Fonds enthaltenen Werten wirtschaftlich verbunden ist. Ein solcher Interessenkonflikt besteht auch typischerweise bei einem Wertpapierdienstleister, der durch seine Mitarbeiter Aufsichtsratsämter bei Unternehmen wahrnimmt oder sich in der Finanzberatung von Emittenten engagiert.

Konflikte im Zusammenhang mit dem Vergütungs- oder Absatzinteresse treten deswegen auf, weil die Finanzdienstleister neben den eigentlichen Vertriebsleistungen typischerweise auch Beratungsleistungen erbringen und Empfehlungen aussprechen. Dadurch sind sie in der Lage, zu ihren eigenen Gunsten den informationsschwächeren Kunden zu interessewidrigen, weil nicht bedarfsgerechten Geschäften zu „überreden“.<sup>430</sup>

Neben diesen mit dem Beratungs- und Empfehlungsvorgang verbundenen Interessenkonflikten des Finanzdienstleisters gibt es im Bereich des Wertpapierhandels Interessenkonflikte, die im Rahmen der Abwicklung eines Kundengeschäfts beim Finanzdienstleister auftreten können. Da die Wertpapierdienstleister im Regelfall Eigenhandel betreiben, der mit den auszuführenden Kundengeschäften konkurriert, ergeben sich Konflikte aus *Preisinteresse*. Wie die Kunden haben die Wertpapierdienstleister das Interesse, möglichst günstige Kurse zu erzielen und unterliegen also der Gefahr, ihren Eigenhandel gegenüber dem Kunden zu bevorzugen. Interessenkonflikte aufgrund des Preisinteresses haben unter dem Stichwort Insiderhandel intensive Regulierung insbesondere in strafrechtlicher Hinsicht erfahren.<sup>431</sup> Ein durch das Preisinteresse induziertes gegen die allgemeine Interessenwahrungspflicht verstoßendes Verhalten ist auch das sogenannte *frontrunning* oder Vorlaufen.<sup>432</sup> Beim Vorlaufen nutzt ein Wertpapierdienstleister sein Wissen, dass ein Kunde eine Kauforder (meist größerer Art) gegeben hat, aus, um vor der Durchführung der Order günstig selbst zu kaufen und nach Kursanstieg durch die Nachfrage mit Gewinn wieder zu verkaufen. Ein weiteres Problem im Wertpapierhandel taucht dort auf, wo die Interessen verschiedener Kunden konfliktieren. Der Finanzdienstleister hat nämlich in solchen Fällen des Drittinteresses, in denen er eigentlich zur Neutralität verpflichtet wäre, häufig ein *mittelbares Eigeninteresse*, die Kunden zu bevorzugen, von denen er sich mittel- oder unmittelbar die größeren Vorteile erhofft. Dabei handelt es sich häufig um institutionelle Investoren, mit denen auch auf anderen Gebieten eine gewinnbringende Zusammenarbeit besteht.<sup>433</sup>

---

<sup>428</sup> Dazu und allgemein zu den Arten von Interessenkonflikten im Wertpapierbereich auch KOLLER in ASSMANN/SCHNEIDER, § 31 Rn. 64.

<sup>429</sup> Alexander Schaub, Generaldirektor der Kommission für den Bereich Binnenmarkt, sprach in seiner Rede anlässlich der Konferenz über die europäische Reglementierung von Wertpapierdienstleistungen in Kopenhagen am 15. Oktober 2002 von „... *more complex organisational structures, greater frequency of, and increased scope for conflicts of interests*...“, S.6; [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/mobil/isd/docs/spch-schaub\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/isd/docs/spch-schaub_en.pdf).

<sup>430</sup> Siehe dazu § 7 IV. 3. .

<sup>431</sup> Dazu ausführlich HEISE, *passim*.

<sup>432</sup> HOPT in FS HEINSIUS, S. 289, 294; GRUNDMANN in EBENROTH/BOUJONG, WpHG § 31, Rn. VI 209.

<sup>433</sup> BLIESENER, S. 166.

### 3. BEHERRSCHUNG DER INTERESSENKONFLIKTE

Die adäquate Beherrschung dieser Interessenkonflikte gehört zu den wichtigsten Herausforderungen des Finanzdienstleistungsgeschäfts. Zwei Probleme bei der Beherrschung der Problematik springen ins Auge: Zum einen ist es schwierig, zu bestimmen, inwieweit die legitimen Eigeninteressen des Finanzdienstleisters von der Interessenwahrungspflicht eingeschränkt werden sollen. Zum anderen sind durch Interessenkonflikte hervorgerufene Verletzungen der Interessenwahrungspflicht aufgrund ihrer Verortung innerhalb der Finanzdienstleistungsunternehmen schwer zu entdecken und – was noch schwerer wiegt – kaum einwandfrei zu beweisen.<sup>434</sup> Interessenkonflikte müssen zwar gesteuert werden, eine absolute Vermeidung ist jedoch nach einhelliger Meinung nicht möglich.<sup>435</sup> Erforderlich ist daher lediglich das Bemühen um die Vermeidung von Interessenkonflikten. Dieses Bemühen muss auf eine möglichst weitgehende Reduzierung der Konfliktsituationen gerichtet sein und eine faire Behandlung (*fair treatment*) der Kunden sicherstellen.<sup>436</sup>

Zur Auflösung dieser Interessenkonfliktproblematik bieten sich mehrere Methoden an. Dabei wird häufig zwischen strukturellen und geschäftsbezogenen Interessenkonflikten unterschieden.<sup>437</sup> Demnach soll strukturellen Interessenkonflikten mit unternehmensinternen organisatorischen Maßnahmen (*prudential rules*) entgegengewirkt werden und solchen, die im Rahmen der Transaktion auftreten, durch Verhaltenspflichten (*rules of conduct*). Dazu ist allerdings zu bemerken, dass auch die auf Interessenkonfliktvermeidung ausgerichteten transaktionsbezogenen Verhaltenspflichten primär unternehmensinterner Natur sind, denn eine Lösung der Interessenkonflikte hat zunächst intern innerhalb der Unternehmen zu erfolgen.<sup>438</sup> Nur für den Fall, dass ein Interessenkonflikt nicht durch interne Maßnahmen struktureller oder transaktionsbezogener Art vermieden werden kann, ist durch Aufklärung (*disclosure*) auf den Interessenkonflikt hinzuweisen, um dem Kunden im Sinne des *fair treatment* eine rationale Entscheidung darüber zu ermöglichen, ob er diesen Interessenkonflikt hinzunehmen gewillt ist oder nicht.<sup>439</sup> Zu unterscheiden ist daher richtigerweise zwischen internen Organisationspflichten, die sich in strukturelle und transaktionsbezogene Pflichten aufteilen, und Aufklärungspflichten.

## III. ORGANISATIONSPFLICHTEN

### 1. VERHINDERUNG VON INTERESSENKONFLIKTEN DURCH ORGANISATIONSTRUKTUR

Die Nutzung von strukturellen Organisationspflichten zur Vorbeugung gegen Interessenkonflikte geht von der Überlegung aus, dass sich Interessenkonflikte im Finanzdienstleistungsgeschäft nicht durch weniger in den freien Wettbewerb eingreifende Informationspflichten vermeiden lassen. Vielmehr sind aufgrund der Ausprägung des Finanzdienstleistungssektors strukturelle Regeln vonnöten, um das Problem zu

<sup>434</sup> McVEA, S. 35.

<sup>435</sup> LANGE, S. 221; KOLLER in ASSMANN/SCHNEIDER, § 31 Rn. 30ff.

<sup>436</sup> Darauf stellen sowohl IOSCO Resolution, Principle Nr. 6, als auch IAIS Principles, Nr. 6 sowie Erläuterungen Nr. 14 S. 2 ab.

<sup>437</sup> SCHWINTOWSKI/SCHÄFER, S. 803; SCHÄFER, AG 1993, S. 389, 393f; KARPFF, S. 134, spricht ähnlich von institutionellen und individuellen Interessenkonflikten; auch WEIMANN, S. 11f., sieht Interessenkonflikte ungenau als strukturelles Problem an.

<sup>438</sup> So auch GRUNDMANN in EBENROTH/BOUJONG, WpHG § 31, Rn. VI 206: „Vorrangiges Mittel der Konfliktvermeidung ist die Organisation.“

<sup>439</sup> Daraus kann auch eine Verpflichtung erwachsen, ein bestimmtes Geschäft nicht vorzunehmen, vgl. IAIS Principles, Erläuterung Nr. 14 S. 2 („...declining to act ...“).

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

beherrschen.<sup>440</sup> Es ist den Finanzdienstleistern – bei denen es sich vielfach um große, mitunter weltweit operierende Unternehmen handelt – nur unter Einsatz unzumutbar hoher Aufwendungen und selbst dann kaum möglich, für jede einzelne Kundentransaktion konfliktträchtige Informationen aus einer Vielzahl von Aktivitäten und Kundenbeziehungen in unterschiedlichen Geschäftsbereichen an teilweise global verstreuten Standorten zu sammeln, zu verarbeiten und bei jedem Kundengeschäft darzulegen.<sup>441</sup> Das strukturelle Interessenkonfliktpotential, das sich meist aus dem Absatz- und dem Preisinteresse herleiten lässt, ist bei Wertpapierdienstleistern (=Banken) aufgrund der vielfältigen Verflechtungen und des von ihnen betriebenen Eigenhandels höher als bei Versicherungsdienstleistern. Bei Versicherungsvertretern im Ein-Personen-Unternehmen machen strukturelle Organisationsmaßnahmen keinen Sinn. Für größere Versicherungsmakler und global agierende Versicherungsunternehmen hingegen sind auch strukturelle Maßnahmen zur Interessenkonfliktvermeidung nicht undenkbar. Je umfassender die Aktivitäten eines Finanzdienstleisters werden, desto größer wird auch das Interessenkonfliktpotential, was die Problematik der Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der zunehmenden Bildung von Finanzkonglomeraten noch mehr ins Rampenlicht rückt.

Dem Kunden ist durch Aufklärung auch aus ökonomischer Perspektive nicht gedient, weil im Wertpapiergeschäft so gut wie jeder Wertpapierhändler Eigengeschäfte durchführt und der Kunde also, da er auf die Vermittlung durch den Wertpapierhändler aufgrund des beschränkten Zugangs zu den Börsen angewiesen ist, keine Chance hat, ein Geschäft ohne Belastung durch Interessenkonflikte abzuschließen. Bestimmte mit dem Absatz- oder Preisinteresse verbundene Interessenkonflikte wären nur vermeidbar, wenn ein Wertpapierdienstleister von den konfligierenden Geschäften Abstand nehmen würde, wodurch im Extremfall die Anlage- und Vermögensberatung zum Erliegen käme.<sup>442</sup> Schlimmer noch, die strukturelle Intransparenz des Finanzdienstleistungsgeschäfts begünstigt die Verletzung des Interessenwahrungsgrundsatzes, weil die Kunden keine Kenntnis von den Interessenkonflikten haben. Ohne strukturelle Regulierung würde diese Situation langfristig zu einem Vertrauensverlust der Kunden in die Finanzdienstleistungsbranche und damit zu einer massiven *adverse selection* Problematik führen.

### a) COMPLIANCE

Strukturelle Organisationspflichten sind in den letzten Jahren in vielen Bereichen des Wirtschaftsrechts eingeführt worden, um sicherzustellen, dass die Unternehmen und ihre Angestellten die unterschiedlichen ihnen auferlegten Aufgaben wie Steuerpflicht, Umweltschutz oder Geldwäscheverbot erfüllen. Zumeist enthalten die gesetzlich normierten Organisationspflichten keinen starren Pflichtenkatalog, sondern beschränken sich auf allgemeine Vorgaben für die innere Organisation des Unternehmens, die erst der näheren Konkretisierung und Ausgestaltung bedürfen.<sup>443</sup> Es geht mithin um Grundprinzipien einer ordentlichen Unternehmensorganisation, um *legal management*.<sup>444</sup> An ein solches Management sind allgemeine Anforderungen zu stellen.<sup>445</sup> So müssen Verantwortlichkeiten klar bestimmt werden und die Organisationsstruktur so beschaffen sein, dass sie alle Angestellten umfasst. Die Angestellten müssen sowohl umfassend eingearbeitet als auch

---

<sup>440</sup> LANG, AcP 2001, S. 451, 532.

<sup>441</sup> BLIESENER, S. 170.

<sup>442</sup> KOLLER in ASSMANN/SCHNEIDER, § 31, Rn. 30.

<sup>443</sup> BALZER, ZBB 1997, S. 260, 264; Horn, ZBB 1997, S. 139, 152; SCHWARK in BANKRECHTSTAG 1995, S. 109, 123; GRUNDMANN in EBENROTH/BOUJONG, WpHG § 31, Rn. VI 252.

<sup>444</sup> SCHNEIDER in FERRARINI, S. 78.

<sup>445</sup> *ibid.*, S. 77f.

durch Weiterbildungsmaßnahmen gefördert werden. Letztlich sind interne Kontrollmaßnahmen notwendig, um sicherzustellen, dass die verschiedenen Pflichten erfüllt werden. Zusammengefasst wird dieses organisatorische Management, das dazu dient, eine ordnungsgemäße, insbesondere den Sorgfalts- und Interessenwahrungspflichten genügende Geschäftsdurchführung zu gewährleisten, unter dem Begriff *compliance*.<sup>446</sup>

Der Vermeidung von Interessenkonflikten dienende strukturelle, vom Einzelfall abgetrennte Maßnahmen innerhalb von Finanzdienstleistungsunternehmen sind ein wichtiges Element im Rahmen von *compliance*-Konzepten.

### b) CHINESE WALLS

Das Hauptinstrument im unternehmensweiten Interessenkonfliktmanagement ist dabei die Abgrenzung von Informationsbereichen innerhalb eines Unternehmens im Hinblick auf den Austausch sensibler Informationen mittels Schutzwällen. Diese unternehmensinterne Abgrenzung von Funktionsbereichen zur Verhinderung des Durchsickerns interessenkonfliktträchtiger Informationen firmiert heute allgemein unter dem Begriff *Chinese wall*.<sup>447</sup> Die *Chinese wall* steht im Zentrum der internationalen Diskussion rund um die Interessenkonflikte<sup>448</sup>, seitdem die amerikanische Aufsichtsbehörde SEC<sup>449</sup> in einer Entscheidung im Jahre 1968 die Firma Merrill Lynch zu einer derartigen Maßnahme verpflichtete.<sup>450</sup> Bald danach führten die meisten größeren amerikanischen Wertpapierunternehmen *Chinese wall*-Vorschriften in ihre internen Verfahrensbestimmungen ein.<sup>451</sup> Durch diese Abschottung wird jeder Bereich als selbständige Einheit behandelt.<sup>452</sup> Der unternehmensinterne Informationsfluss ist demnach innerbetrieblichen Verhaltenspflichten unterworfen, die den in den betreffenden Funktionseinheiten tätigen Mitarbeitern des Finanzdienstleistungsunternehmens auf der Grundlage des Direktionsrechts des Arbeitgebers auferlegt werden.<sup>453</sup> Damit möchten die Unternehmen verhindern, dass das Wissen eines Mitarbeiters in einem Funktionsbereich für die Frage der Interessenkonflikte Mitarbeitern in einem anderen Funktionsbereich zugerechnet wird; denn ein bestimmter Interessenkonflikt kann gegenüber einem Kunden nur dann bestehen, wenn der mit dem Kunden kommunizierende Mitarbeiter um die betreffenden eigenen Interessen des Unternehmens weiß.<sup>454</sup> Nach dem *need to know principle* ist eine gewisse Durchlässigkeit der *Chinese wall* erlaubt, wenn es zur Erfüllung der Aufgaben unbedingt erforderlich ist (*wall crossing*). Eine Kontrolle dieser Informationen erfolgt durch einen *compliance officer*, der besonders sensible

<sup>446</sup> JERUSALEM, S. 126f.; vgl. zum *compliance*-Konzept für Deutschland siehe auch die umfangreiche Monographie von GROHNERT, passim, insbesondere S. 1-24; zu den in den USA geltenden *compliance*-Regeln PESSIN, S. 5ff.

<sup>447</sup> Zur Herkunft des Begriffs aus dem amerikanischen Wertpapierrecht siehe GROHNERT, S. 12f.; ausführlich zu *Chinese walls* für Deutschland vgl. EISELE, WM 1993, S. 1021, 1024ff.; TIPPACH, S. 231ff.; für Großbritannien MCVEA, S. 122ff.; GRUNDMANN in EBENROTH/BOUJONG, WpHG § 31, Rn. VI 258, verwendet den Begriff „Vertraulichkeitsbereich“.

<sup>448</sup> HOFSTETTER, S. 5; ausführlich zur *Chinese wall* in Finanzkonglomeraten MCVEA, passim, insbesondere S. 122-234; die *Chinese wall* ist auch in anderen von einer Interessenwahrungspflicht typisierten Branchen als Lösung für Interessenkonflikte thematisiert worden, zur Anwendung auf die Rechtsberatung vgl. KILIAN, WM 2000, S. 1366ff.

<sup>449</sup> *Securities Exchange Commission*.

<sup>450</sup> Re Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 43 S.E.C., S. 933, 938 (1968).

<sup>451</sup> POSER, S. 38.

<sup>452</sup> TIPPACH, S. 233.

<sup>453</sup> BLIESENER, S. 172.

<sup>454</sup> Siehe WOOD in GOODE, S. 59, 68; TIPPACH, S. 240ff.; zur rechtlichen Effektivität einer solchen Abschottung im Hinblick auf die Wissenszurechnung für das deutsche Recht, ders. S. 253ff.; WEIMANN, S. 122ff.; für Großbritannien MCCORMACK, ICCLJ 1999, S. 6, 32.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

Informationen in einer streng geheimen *watch list* sammelt.<sup>455</sup> Im Falle besonders gravierender Interessenkonflikte kann er eine Stopliste (*restricted list*) führen, die für bestimmte Finanztitel Geschäfte und Empfehlungen der Mitarbeiter untersagt.<sup>456</sup>

Die *Chinese wall* hat zwar inzwischen als internes Organisationskonzept weitreichenden Einzug auch in Europa gehalten.<sup>457</sup> Wirksamkeit, Praktikabilität und Überwachung von *Chinese walls* sind jedoch weiterhin überaus streitig.<sup>458</sup> So werden dadurch insbesondere die durch Geschäftsfeldintegration und Wachstum generierten Synergieeffekte behindert. Bei kleineren Unternehmen ist eine Abschottungsmöglichkeit oftmals nicht gegeben. Des Weiteren steht und fällt die *Chinese wall* buchstäblich mit der Loyalität und Integrität der Mitarbeiter und der Qualität der internen und externen Überwachungsmaßnahmen.<sup>459</sup> Fraglich ist insbesondere im Hinblick auf die durch die neuen Technologien und Kommunikationsmöglichkeiten immer weiter anwachsende Flut an öffentlich zugänglichen Finanzinformationen, ob durch *Chinese walls* nicht vielfach Informationen zurückgehalten werden, die ohnehin allgemein bekannt sind.<sup>460</sup> Damit würde die Existenzberechtigung interner Schutzwälle jedenfalls aus Sicht des Finanzdienstleisters wegfallen, denn er könnte eine Wissenszurechnung innerhalb des Unternehmens nicht mehr verhindern. Seiner Interessenwahrungspflicht kann er dann nicht mehr durch Abschottung – die keinen Sinn mehr macht – Genüge tun.

Auf strukturelle Organisationspflichten bzw. *compliance*-Konzepte inklusive *Chinese walls* soll im Folgenden nicht weiter eingegangen werden. Zum einen spielen sie im Bereich des Versicherungsgeschäfts aus den erläuterten Gründen keine bestimmende Rolle und sind daher für eine vergleichende Untersuchung der Verhaltensregeln nicht weiter aufschlussreich. Entscheidend ist, dass sich solche Organisationspflichten nur mittelbar auf die Transaktion, d.h. das Geschäft mit den Kunden, beziehen und daher keine transaktionsbezogenen Verhaltensregeln im eigentlichen Sinne sind.<sup>461</sup>

### 2. TRANSAKTIONSBEZOGENE ORGANISATIONSPFLICHTEN

Wichtig sowohl für das Wertpapier- als auch das Versicherungsgeschäft sind hingegen organisatorische Pflichten, die sich direkt auf das (interne oder organisatorische) Verhalten der Finanzdienstleister bei der Durchführung und Abwicklung der individuellen Kundengeschäfte beziehen. Sie lassen sich daher auch als transaktionsbezogene interne Interessenwahrungspflichten bezeichnen.

#### a) GESCHÄFTSABWICKLUNG

---

<sup>455</sup> JERUSALEM, S. 141f.; BLIESENER, S. 173.

<sup>456</sup> Dazu ausführlich HOFSTETTER, S. 190ff.

<sup>457</sup> Siehe auch Art. 10 S. 2, 5. SpStr. ISD.

<sup>458</sup> Siehe insbesondere WOOD in GOODE, S. 59, 68f.; TIPPACH, S. 235f.; kritisch auch für Spanien SÁNCHEZ in FERRARINI, S. 165, 173; HOPT in FS HEINSIUS, S. 289, 320, zitiert dazu den „Großvater der britischen Kapitalmarktgesetzgebung“, GOWER, der zum Konzept der *Chinese wall* kritisch bemerkte: „*I have never met a Chinese wall that did not have a grapevine trailing over it.*“ Andererseits hat gerade in Großbritannien die Law Commission die Exkulpationsmöglichkeit der Unternehmen durch *Chinese walls* gar gesetzlich anerkennen wollen, LAW COMMISSION, Report Nr. 236, in Law Commission Reports, Bd. 29, S. 398.

<sup>459</sup> GROHNERT, S. 17.

<sup>460</sup> WOOD in GOODE, S. 59, 69, spricht in diesem Zusammenhang davon, dass so der Schutzwall überflutet werde und nennt als Beispiel ein Finanzkonglomerat, in dem der Anlageberatungsbereich aus der Zeitung erfahren kann, dass ein anderer Teil des Konzerns in eine feindliche Übernahme verwickelt ist.

<sup>461</sup> So die allgemeine Meinung; vgl. nur FISCHBACH, S. 14ff.; KOLLER in ASSMANN/SCHNEIDER, vor § 31 Rn. 8 (Überschrift „II. Zweck der Organisations- und Verhaltensregeln“).

## § 7 Einteilung der Wohlverhaltenspflichten

Die Finanzdienstleister müssen die einzelnen Kundengeschäfte mit der erforderlichen Sorgfaltspflicht und in Übereinstimmung mit den Kundenwünschen ausführen. Da Wertpapiergeschäfte an verschiedenen Märkten zu unterschiedlichen Konditionen ausgeführt werden können, trifft einen Wertpapierdienstleister dabei insbesondere die Pflicht, die für das jeweilige Geschäft bestmögliche, d.h. kundengünstigste Ausführungsvariante zu wählen (*best execution*).<sup>462</sup> Für Versicherungsdienstleister gibt es eine vergleichbare Verpflichtung aufgrund der grundsätzlich fixen Versicherungskonditionen nicht.

### b) DOKUMENTATION UND AUFBEWAHRUNG

Finanzdienstleistungsunternehmen müssen die Kommunikationsvorgänge mit den Kunden sowie die Abwicklung der Transaktion ausreichend dokumentieren und diese Dokumentation über einen bestimmten Zeitraum aufbewahren. Diese Pflicht, wiewohl interne Pflicht des Finanzdienstleisters, ist sachlich schon eng mit den Kommunikationspflichten als Kern der Verhaltenspflichten verbunden.<sup>463</sup> Sie dient verschiedenen Zwecken:<sup>464</sup>

Zum einen erlaubt die lückenlose Dokumentation dem Unternehmen selbst, die getätigten Transaktionen nachzuvollziehen und im Rahmen von internen Kontrollmaßnahmen zu überwachen. Zum anderen kann es dadurch auch Aufsichtsbehörden ermöglicht werden, das korrekte Verhalten des Finanzdienstleisters bei Kundenkommunikation und Transaktionsabwicklung – stichprobenartig – zu überprüfen. Drittens kann die Aufbewahrung von Geschäftsdokumentationen durch den Finanzdienstleister sowohl dem Unternehmen als auch seinen Kunden helfen, spätere zivilrechtliche Streitigkeiten über den Inhalt des Geschäfts aufzuklären.<sup>465</sup> Im Rahmen der Dokumentationspflicht kann zur Unterstützung des Kunden zivilrechtlich eine Beweislastumkehr zu Lasten des Wertpapierdienstleisters analog der Arzthaftung in Frage kommen.<sup>466</sup>

## IV. INFORMATIONS- BZW. KOMMUNIKATIONSPFLICHTEN

Die Vertriebsstrukturen von Wertpapier- und Versicherungsdienstleistern sind von verschiedenen Gemeinsamkeiten gekennzeichnet, die darauf basieren, dass sich beide im Verhältnis zu ihren Kunden in einem Zustand des Informationsübergewichts befinden, das im Interesse eines funktionierenden Marktes eines regulatorischen Ausgleichs bedarf. Ein solcher Ausgleich wird in direkter Weise durch die Ausfüllung der allgemeinen Interessenwahrungspflicht mittels Informations- bzw. Kommunikationspflichten erreicht, die den Kern der Verhaltenspflichten bilden.

<sup>462</sup> Grundsätzlich POSER, S. 145ff.; siehe auch WYMEERSCH, *Revue de la Banque* 1995, S. 574, 583.

<sup>463</sup> Siehe SCHWENNICK, WM 1998, S. 1101, 1106: Demnach geht es um die Dokumentation der *Erfüllung* der Verhaltenspflichten, d.h. die Dokumentation ist eine zur Überprüfung notwendige Nebenpflicht, durch die die Erfüllung der allgemeinen Interessenwahrungspflicht, primär aber der Kommunikationspflichten dokumentiert wird.

<sup>464</sup> Zu den verschiedenen Zielsetzungen von Dokumentationspflichten der Wertpapierdienstleister in Deutschland ausführlich STAUD, S. 42ff.

<sup>465</sup> Zu dieser „Offenlegungspflicht“ gegenüber Aufsichtsbehörde und Kunden kritisch SCHNEIDER in FERRARINI, S. 79f.; die betroffenen Unternehmen würden verpflichtet, Beweise gegen sich selbst zu sammeln, was gegen den Grundsatz verstoßen würde, dass sich niemand selbst belasten muss. Gegen diese Argumentation spricht schon, dass ähnliche Dokumentationspflichten im Berufsrecht der Ärzte und der Rechtsanwälte bestehen; für einen ausführlichen Vergleich der Dokumentationspflichten des Wertpapierdienstleisters mit denen der Ärzte und Rechtsanwälte im deutschen Recht siehe STAUD, S. 119ff.

<sup>466</sup> Dazu ausführlich STAUD, S. 138ff.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

Grundgedanke der Interessenwahrungspflicht ist, dass der Finanzdienstleister verpflichtet wird, die Interessen seines Kunden dadurch zu wahren, dass er die für das Finanzprodukt relevanten Tatsachen und Wertungen dem Kunden mitteilt, was diesen in die Lage versetzt, eine rationale, seinen Interessen entsprechende Entscheidung zu treffen. Typischerweise ist nämlich der Kunde nicht in der Lage, ohne externe Informationsbeschaffung, -verarbeitung und -deutung durch Finanzintermediäre eine solche Entscheidung zu treffen, weil ihm Marktinformationen nicht zugänglich oder von ihm nur unter hohem Zeit- und Kostenaufwand zu beschaffen sind.<sup>467</sup> Grund für das Bestehen besonderer berufsspezifischer Verhaltenspflichten für Finanzdienstleister ist das Informationsgefälle zwischen den beteiligten Akteuren. Finanzdienstleistungsunternehmen besitzen die professionelle Expertise, die maßgeblichen wirtschaftlichen Daten und Informationen über die von ihnen vertriebenen Produkte. Im Gegensatz dazu hat insbesondere der private Finanzdienstleistungsempfänger keine umfassende Kenntnis der ein Finanzprodukt bestimmenden Umstände. Ein potentieller Versicherungsnehmer verfügt beispielsweise nicht über Statistiken oder Kenntnisse, welche Versicherungsarten für seine speziellen Bedürfnisse angemessen sein könnten. Er hat überdies nicht das erforderliche Fachwissen, die divergierenden Angebote der einzelnen Anbieter einzuschätzen und auf seine Situation hin auszuwerten, um das für ihn geeignetste Produkt auszuwählen.<sup>468</sup> Ein Aktienanleger kann die zukünftige Kursentwicklung einer Aktie nicht oder nur schwer abschätzen, weil ihm nicht nur wichtige ökonomische Hintergrundinformationen zu den Finanzmärkten fehlen, sondern auch die Erfahrung, um die Chancen und Risiken einer Anlagemöglichkeit sachgerecht beurteilen und abwägen zu können. Die von den Finanzintermediären bereitgestellte Information dient als Entscheidungshilfe, die im Rahmen des Vertriebs der Finanzprodukte eine Hilfsfunktion einnimmt. Sie muss dem Kunden passiv angeboten, kann aber auch aktiv nachgefragt werden, wobei diese Unterscheidung keine Pflichtendifferenzierung auf Seiten des Finanzdienstleisters auslöst.<sup>469</sup>

Unter den verschiedenen Regeln, die den strukturellen Informationsvorsprung von Finanzintermediären auszugleichen oder abzumildern suchen, haben Kommunikationspflichten einen gewichtigen Vorteil gegenüber Zulassungs- oder Produktgestaltungsregeln. Diese reduzieren nämlich die Diversität der Produktpalette, obwohl es für nicht zugelassene Produkte Interessenten geben mag, denen so die Wahl des für sie am besten geeigneten Produkts verwehrt wird. Informationspflichten hingegen zielen gerade darauf ab, den informationell benachteiligten Parteien die Möglichkeit zu verschaffen, eine autonome Entscheidung zu treffen und so das bestgeeignetste Produkt zu finden. Sie greifen mithin erheblich weniger in das freie Marktgeschehen ein.<sup>470</sup> Sie ermöglichen als zwingende Rechtsvorschrift wie beispielsweise in gesetzlichen Informationspflichten für Finanzdienstleister erst die privatautonome Entscheidung.

In zivilrechtlicher Rechtsprechung und Schrifttum in Deutschland werden in diesem Zusammenhang die Stichwörter Aufklärungs-, Offenbarungs-, Hinweis-, Warn-, Erläuterungs-, Beratungs- und Unterrichtungspflichten verwendet, wobei der sprachlichen

---

<sup>467</sup> BLIESENER, S. 245.

<sup>468</sup> MEYER IN BASEDOW (LEBENSVERSICHERUNG), S. 157, 162f., nennt vier Bereiche, in denen ein Kunde seinen Bedarf erkennen und decken muss:

- den Informationsbedarf zur Erkennung des Absicherungsbedarfs,
- den Absicherungsbedarf selbst,
- den individuellen Geldbedarf im Schadensfall (die Höhe der Versicherungssumme),
- den Informationsbedarf über die Dienstleistungsangebote der Unternehmen.

<sup>469</sup> LANGE, S. 52ff.

<sup>470</sup> GRUNDMANN, CMLR 2002, S. 269, 280 stellt *mandatory information rules* (die wie die Wohlverhaltensregeln primär zur Informationsvermittlung verpflichten) den *mandatory substantive rules* (die die Entscheidungsfreiheit einschränken) gegenüber.



Kreativität anscheinend keine Grenzen gesetzt sind.<sup>471</sup> Unsicherheiten in der Begriffsverwendung sind die Folge, weil eine praktikable und einheitliche Abgrenzung der unterschiedlichen Pflichten sich in diesem Bereich (noch) nicht durchgesetzt hat, obwohl dieser Zustand allenthalben beklagt wird.<sup>472</sup> Am häufigsten werden die Begriffe Aufklärung und Beratung verwendet, sehr oft verwirrenderweise allerdings synonym, während die Informationspflicht mal den übergeordneten Oberbegriff, mal nur einzelne Teilbereiche des Gesamtkomplexes beschreiben soll.<sup>473</sup> So soll nach einer verbreiteten Ansicht Information mit Aufklärung gleichzusetzen sein.<sup>474</sup> Diese Vielfalt der Begrifflichkeiten im deutschen Recht lässt sich dadurch erklären, dass solche Aufklärungs- und Beratungspflichten in ungeschriebener Rechtsfortbildung durch die Rechtsprechung entwickelt worden sind. Dabei hat sich ein umfangreiches *case-law* angesammelt, das einer einheitlichen Terminologie entbehrt, weil diese sich an den Besonderheiten des jeweiligen Einzelfalls orientiert.

Gesetzliche Informationspflichten, die Thema dieser Untersuchung sind, sind weniger flexibel, sondern benötigen eine klare Definition, so dass eine Abgrenzung der einzelnen Begrifflichkeiten für die Zwecke dieser Untersuchung unbedingt vonnöten ist.

Wie bereits festgestellt wurde, ist ausführliche Information für den Kunden von Finanzdienstleistungen essentiell, um eine eigenständige rationale Entscheidung zu treffen.<sup>475</sup>

Dabei sollen die Begriffe Aufklärung und Beratung verwendet werden, um unterschiedliche Teilbereiche der Informations- bzw. Kommunikationspflichten zu beschreiben.<sup>476</sup> Aufklärung beinhaltet demnach lediglich die in der Regel nichtindividualisierte Mitteilung von Tatsachen, die Beratung hingegen enthält ein zusätzliches Element, ein individuelles Werturteil, eine Empfehlung des Finanzdienstleisters.<sup>477</sup> Bei dieser Einteilung fehlt allerdings der einer Beratung zwingend vorangehende Akt der Einholung von Kundeninformationen, denn ohne Wissen über die persönlichen Wünsche und Bedürfnisse des Kunden kann der Finanzdienstleister keine Empfehlung aussprechen. Um der Erkundigungs- und Beratungspflicht Genüge zu tun, muss der Finanzdienstleister in einem ersten Schritt Informationen über den Kunden einholen, um dann in einem zweiten Schritt erst entsprechend adäquate Beratung leisten zu können. Damit geht es also nicht nur den Informationsfluss vom Finanzdienstleister zum Kunden, sondern auch um den adäquaten Informationsfluss in der entgegengesetzten Richtung. Daher müssen die Kommunikationspflichten richtigerweise unterteilt werden in bloße Aufklärungspflichten sowie Erkundigungs- und Beratungspflichten.<sup>478</sup> Entsprechend wird auch im angloamerikanischen Rechtskreis konsequent zwischen *information duties* oder *disclosure rules* auf der einen und *duties to advise* auf der anderen Seite unterschieden.<sup>479</sup>

Eine Unterscheidung zwischen Aufklärung und Beratung ist anhand dieser Kriterien nicht schwer, auch wenn die beiden Begriffe sowohl in der Praxis als auch in der

---

<sup>471</sup> BREIDENBACH, S. 4.

<sup>472</sup> Allgemein HENSSLER, S. 136; für das Wertpapiergeschäft LANGE, S. 23; SCHÄFER/MÜLLER, S. 7; für die Versicherungsbranche RÖMER, S. 7f.

<sup>473</sup> BLIESENER, S. 299ff. und LANGE, S. 23ff. zeichnen die verschiedenen Argumentationsstränge deutscher Literatur und Rechtsprechung nach.

<sup>474</sup> PREUTE, S. 20; KOLLER in ASSMANN/SCHNEIDER, § 31 Rn. 96; KÜMPEL(WpHG), S. 170; SILLER, S. 34ff.; MÖLLERS/GANTEN, ZGR 1998, S. 773, 785.

<sup>475</sup> Siehe dazu § 2 II. 3. a) .

<sup>476</sup> Dies wird in Deutschland häufig nicht getan, vgl. die detaillierten Nachweise bei LANGE, S. 25.

<sup>477</sup> Vgl. KARPf, S. 140; BALZER, DB 1997, S. 2311, 2313; HORN, ZBB 1997, S. 141; anders beispielsweise ARENDTS, Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler 1995, S. 165, 169, der Aufklärungs- und Beratungspflichten als individualisierte Pflichten zusammenfasst und sie standardisierten Informations- und Publizitätspflichten gegenüberstellt.

<sup>478</sup> Ähnlich auch HENSSLER, S. 137f.

<sup>479</sup> Vgl. dazu die ausführlichen Ausführungen unter § 10 II. 3. und § 11 II. 3.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

rechtstheoretischen Diskussion in Einzelfällen schwer voneinander abzugrenzen sind.<sup>480</sup> Die Vermittler klären über die Produkte auf und erbringen gleichzeitig eine Beratungsleistung. In der Beratungspraxis insbesondere im Wertpapier- aber auch im Versicherungsgeschäft werden Informationsmitteilung und –bewertung miteinander verwoben und münden in eine individuelle Empfehlung für den Kunden.<sup>481</sup>

Als Oberbegriffe für den Gesamtkomplex des Informationsaustauschs zwischen Finanzdienstleister und Kunden bieten sich „Kommunikation“ oder „Information“ an, weil so die verschiedenen Richtungen des Informationsflusses aufgefangen werden.<sup>482</sup> Die Terminologie der Informationspflicht ist in deutscher Literatur und Rechtsprechung allerdings so uneinheitlich und ungenau, dass primär der Begriff der Kommunikation verwendet werden soll.<sup>483</sup>

Neben Aufklärungs-, Erkundigungs- und Beratungspflichten sind als weitere Pflichtengruppe innerhalb der Kommunikationspflichten in einem weiter gefassten Sinn noch solche Regeln zu erwähnen, die das adäquate Verhalten bei Maßnahmen der Werbung und Kontakthanbahnung erfassen und bestimmte Vorgehensweisen mit Kautelen versehen.

### 1. KONTAKTHANBAHUNG

Die Kontakthanbahnung ist der erste Schritt in der transaktionsbedingten Kommunikation zwischen Finanzdienstleister und Kunden. Die Art und Ausgestaltung der Kontakthanbahnung können sich (unvorteilhaft) auf die Geschäfts- oder Transaktionsentscheidung des Kunden auswirken; entsprechende Regeln werden daher als Teil der Wohlverhaltensregeln betrachtet.<sup>484</sup> Hier geht es um Maßnahmen im Vorfeld einer Transaktion wie zum Beispiel die Kontaktaufnahme per Telefon (*cold calling*) oder über das Internet, ohne dass der Kunde dies erbeten hätte, bei denen der Kunde davor bewahrt werden soll, sich überrumpeln zu lassen. Anders als andere Kommunikationspflichten greifen diese Regeln substantiell in die Rechtsbeziehung zwischen Finanzdienstleister und Kunden ein, indem sie ein bestimmtes Kontakthanbahnungsverhalten als potentiell kundenschädlich einschätzen und folglich verbieten oder mit besonderen kundenschützenden Kautelen wie Rücktrittsrechten, etc. versehen. Sie sind als zwingendes inhaltliches Recht (*substantive mandatory law*)<sup>485</sup> einzuordnen, durch die die Privatautonomie zum Schutz des Kunden qua legem eingeschränkt wird. Eng damit verbunden sind nachträgliche *cooling off periods* oder Karenzzeiten, während derer der Kunde einseitig und bedingungslos von einem Geschäft zurücktreten kann. Dadurch können die Auswirkungen einer aggressiven Verkaufstaktik entschärft werden, weil so dem Kunden die Möglichkeit gegeben wird, nochmals in Ruhe über das Geschäft nachzudenken. Der Zusammenhang mit der vom Finanzdienstleister geleisteten Aufklärung und Beratung ist offenkundig: Das regulatorische Ziel, den Kunden mit ausreichend Informationen zu versorgen, um eine informierte Anlageentscheidung zu treffen, wird ergänzt durch Vorschriften, die dem Kunden Zeit geben, die Information zu verarbeiten und sich seine Entscheidungen genau zu überlegen, bevor er unabänderlich gebunden ist.<sup>486</sup> *Cooling off*-Perioden stammen auf den ersten Blick aus dem paternalistischen Rezeptkorb der

<sup>480</sup> Einen praktischen Fall schildert METZ, VuR 1996, S. 184 m.w.N.

<sup>481</sup> BRANDT, S. 91 für den Wertpapierbereich; zu Versicherungsgeschäften siehe SCHWINTOWSKI, VuR 2001, S. 288, 289.

<sup>482</sup> GRUNDMANN in EBENROTH/BOUJONG, WpHG § 31, Rn. VI 214 und 222, unterscheidet ähnlich zwischen Informationserhebungs- und Informationsabgabepflichten.

<sup>483</sup> LANGE, S. 29, prägt in diesem Zusammenhang den Begriff der „Information im engeren Sinn“.

<sup>484</sup> So z.B. in Großbritannien, vgl. MOLONEY, S. 513, 514.

<sup>485</sup> Dazu GRUNDMANN in CMLR 2002, S. 269, 288.

<sup>486</sup> PAGE/FERGUSON, S. 54f.

Regulierung, sollen sie doch den schwächeren Verbraucher vor Übervorteilung schützen, lassen sich aber auch überzeugend mit ökonomischen Effizienzkriterien begründen.<sup>487</sup>

### 2. AUFKLÄRUNG

Aufklärung (*disclosure*) ist die zutreffende und verständliche Übermittlung von Tatsachen.<sup>488</sup> Die Pflicht zur Aufklärung ist beschränkt auf die zur Wahrung der Interessen des konkreten Kunden und im Hinblick auf Art und Umfang der beabsichtigten Geschäfte erforderlichen Angaben.<sup>489</sup> In Abgrenzung zur Beratung ist Aufklärung nicht individualisierend, sondern im Regelfall standardisiert.<sup>490</sup> Aufklärungspflichten sind heutzutage in den meisten nationalen europäischen Rechtsordnungen als zivilrechtliche Obliegenheiten fest verankert. Zivilrechtsprechung zu einer Reihe von möglichen Konstellationen der Aufklärung in allen Bereichen des täglichen Lebens ist Legion. Und auch gesetzliche Aufklärungspflichten haben sich in vielen Rechtsgebieten über das Finanzdienstleistungsrecht hinaus etabliert. Die Aufklärungspflicht verlangt generell die Weitergabe nichtindividualisierten vorhandenen Wissens und erschöpft sich in ihr; es geht um korrekte und vollständige Datenübermittlung.

#### a) UNTERNEHMENSBEZOGENE AUFKLÄRUNG

Aufklärung bezieht sich einmal auf Informationen über den Finanzdienstleister selbst. Neben allgemeiner Aufklärung über die Identität des Unternehmens und den Umfang seiner Geschäftstätigkeit gilt es auch, unvermeidbare Interessenkonflikte aufzudecken. Unvermeidbar sind manche Interessenkonflikte, weil nicht alles Wissen über Bindungen der Finanzdienstleister an bestimmte „Produzenten“ von Finanzprodukten durch die Einführung unternehmensinterner Regeln unterbunden werden kann und *Chinese walls* nicht vollkommen undurchlässig sind.<sup>491</sup> Solche Interessenkonflikte müssen enthüllt werden; insbesondere eventuelle Bindungen vertraglicher oder wirtschaftlicher Art zwischen Finanzdienstleister und „Produzent“ sind zu offenbaren, um dem Kunden eine rationale Entscheidung darüber zu ermöglichen, ob er das Geschäft trotzdem durchführen möchte. Vielfach wird der Kunde nicht darüber aufgeklärt, dass die meisten ihm von einem Vermittler angebotenen Finanzprodukte solche sind, bei denen dieser aufgrund seiner Verbindungen ein direktes Eigeninteresse an der Vermittlung hat. Diese unternehmensbezogene Aufklärung über wirtschaftliche und rechtliche Verflechtungen des Finanzdienstleisters ist demnach tatsächlich und regelmäßig Teil des Beratungsvorgangs, denn eine Aufklärung über solche Verflechtungen ist gerade dann erforderlich, wenn dem Kunden Finanzprodukte *empfohlen* werden.<sup>492</sup>

Das Problem stellt sich in besonderem Maße im Wertpapiergeschäft, wo die Banken unter Umständen zu sehr darauf vertrauen, dass sie ihrer Interessenwahrungs- und -konfliktvermeidungspflicht durch die Einrichtung von *Chinese walls* bereits nachgekommen sind. Anders als bei den Versicherungsvermittlern wird im Wertpapierbereich grundsätzlich nicht zwischen gebundenen und unabhängigen Wertpapierdienstleistern unterschieden,

---

<sup>487</sup> Ausführlich dazu REKAITI/VAN DEN BERGH, Journal of Consumer Policy 2000, S. 371, 375ff., die *cooling off*-Perioden als ein ökonomisch effizientes regulatorisches Mittel zur Behebung der Markteffizienzen des (temporären) irrationalen Verhaltens, situationsbezogener Monopole und typischer Informationsasymmetrie ansehen.

<sup>488</sup> BREIDENBACH, S. 4, 11f.; HORN, WM 1999, S. 1, 4; KÜMPEL (WpHG), S. 167.

<sup>489</sup> PREUTE, S. 10f.

<sup>490</sup> PREUTE, S. 18; BLIESENER, S. 305.

<sup>491</sup> Dazu siehe § 7 III. 1. b) .

<sup>492</sup> Da es sich aber um Tatsachen und keine Wertungen handelt, ist eine Einordnung bei den Aufklärungspflichten angebracht.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

obwohl hinsichtlich der tatsächlichen Verflechtungen jedenfalls ähnliche Problemstellungen auftauchen wie in der Versicherungsbranche. Eine unterschiedliche Bezeichnung – Makler oder Vertreter – für abhängig oder unabhängig erbrachte Dienstleistungen ist im Wertpapierbereich nicht gebräuchlich, was daran liegt, dass die Wertpapiergeschäfte betreibenden Banken je nach vermitteltem Anlagepapier unabhängig oder abhängig tätig werden können – je nachdem, ob eine Verbindung zu dem „Produzenten“ des Papiers besteht. Die Einordnung als unabhängiger Makler oder abhängiger Vertreter bei Versicherungsvermittlern hingegen ist eindeutiger möglich, da die Geschäftsbeziehung zwischen Vertreter und Versicherungsgesellschaft normalerweise langfristig und ausschließlich bindet.

Obwohl es also eine klare Trennung zwischen unabhängiger und abhängiger Vermittlung im Wertpapierbereich nicht gibt, beeinflussen in der Rechtswirklichkeit die Verbindungen und Verflechtungen einer Bank mit Emittenten von Kapitalanlagen das jeweilige Anlageprogramm und die Anlageempfehlungen massiv. Die einem solchen Vorgehen inhärenten potentiellen Interessenkonflikte sind offenkundig: Die Bank hat ein gesteigertes Interesse daran, Wertpapiere der mit ihnen verbundenen Unternehmen zu vermitteln, weil damit nicht nur Provisionserträge, sondern durch Kurssteigerungen auch Wertzuwächse generiert werden können. In der deutschen und wohl auch europaweiten Rechtswirklichkeit wird im Regelfall über die Verbindungen des vermittelnden Wertpapierdienstleisters zu den Emittenten der Kapitalanlagen in der Regel kaum oder gar nicht aufgeklärt.<sup>493</sup> Ganz im Gegenteil wirbt das vermittelnde Unternehmen bisweilen gar mit einer solchen Verbindung und behauptet, dadurch die Güte und Qualität des Anlagepapiers besser einschätzen zu können. Diese Sonderstellung mag zugegebenermaßen auch Auswirkungen positiver Natur haben können, weil die Bank über die Kapitalanlagen mit ihr verbundener Unternehmen besser informiert ist und daher ihre Empfehlung für ein solches Produkt auch auf fundierteren Kenntnissen beruht. Wichtiger ist in diesem Zusammenhang aber, dass der Vermittler kein Interesse daran haben kann, aufgrund der Verbindung vorhandene besondere, eine Investitionsentscheidung negativ beeinflussende Kenntnisse gegenüber seinem Kunden aufzudecken. Es fehlt im Regelfall im Rahmen der Kundenkommunikation schon an einer simplen Aufdeckung des Vermittlerstatus<sup>7</sup> für jedes angebotene Produkt, ganz abgesehen von einer genauen Erläuterung der Verflechtungen, inklusive die Höhe der eventuell von dem Produzenten an den Vermittler gezahlten Provisionen oder anderer direkter oder indirekter Vergütungen für die Vermittlungsleistung. Hier ist eine umfassende Aufdeckung der Verbindungen notwendig, um dem Kunden die Grundlagen für eine eigenständige, rationale Entscheidung an die Hand zu geben. Der Kunde muss über solche Verbindungen zunächst ausführlich informiert sein, um dann in voller Kenntnis der Zusammenhänge eine Anlageentscheidung zu treffen.

### *b) PRODUKT- UND ABSCHLUSSBEZOGENE AUFKLÄRUNG*

Zu der unternehmensbezogenen Aufklärung gesellen sich weitere Aufklärungspflichten, die in direkter Weise die Informationsasymmetrie abzumildern suchen. Eine so verstandene Aufklärungspflicht erstreckt sich dabei auf allgemeine, dem Finanzdienstleister zugängliche Informationen über das entsprechende Finanzprodukt. Zur Aufklärung im Finanzdienstleistungsgeschäft gehören demnach die Tatsachen, die sich auf das Finanzprodukt und die damit zusammenhängende Transaktion beziehen. Unterteilt wird dabei

---

<sup>493</sup> Diesem Problem widmen sich detailliert GRUNDMANN/KERBER in GRUNDMANN (PARTY AUTONOMY), S. 264, 296ff. Sie zitieren STIFTUNG WARENTEST, FINANZTEST (12/1997), S. 13f. mit der Aussage, dass Finanzdienstleister in Deutschland in 50-75% der Fälle entweder eigene Produkte oder solche konzerneigener Unternehmen empfehlen.

in abschlussbezogene, instrumentbezogene und objektbezogene Informationen oder Tatsachen.<sup>494</sup>

*Abschlussbezogen* sind die im Zusammenhang mit dem Abschluss stehenden Informationen wie z.B. die Höhe der Provisionszahlungen oder bei Wertpapiergeschäften zusätzlich die Ausführungsart und Verwahrungsmethode, über die der Kunde informiert sein muss, um eine sachgerechte Entscheidung treffen zu können.<sup>495</sup>

*Instrumentbezogene* Aufklärung bezieht sich allgemein auf die Eckdaten und Merkmale bestimmter Finanzinstrumente wie Aktie, Optionsschein, Investmentanteilsschein, Kapitallebensversicherung oder Schadensversicherung. Ohne ein Verständnis für die besonderen Merkmale unterschiedlicher Anlageformen, ihrer eventuellen steuerlichen Vorteile und insbesondere des mit dem jeweiligen Instrument verbundenen Risikos ist es dem Kunden nicht möglich, das für ihn am besten geeignetste Produkt zu bestimmen. Durch solche Risikowarnungen (*risk warnings*) soll der (unerfahrene) Kunde überdies direkt davor geschützt werden, für ihn nicht geeignete, weil besonders risikoreiche Gruppen von Finanzprodukten zu erwerben.<sup>496</sup>

*Objektbezogene* Aufklärung soll dem Kunden Informationen zu Finanzprodukten vermitteln, d.h. Fundamentaldaten einer Aktie oder einer Versicherungspolice, Ratings, Bilanzen, Ad-hoc-Mitteilungen, Hebelwirkungen, Basispreise von Optionsscheinen, im Versicherungsbereich etwa Klarstellung der Risikoausschlüsse, Erläuterung der Laufzeit-, Kündigungs- und Verkaufsmöglichkeiten. Objektbezogene Aufklärung erfolgt an zwei unterschiedlichen Zeitpunkten im Rahmen des Vertriebs von Finanzprodukten, zum einen im Vorfeld, oft schon im Rahmen der Kontaktabbahnung, zum anderen erst während oder nach der individuellen Kundenberatung oder -empfehlung. So wird der Kunde häufig schon im Vorfeld einer Transaktion durch Börsenbriefe, Produktbroschüren oder andere (Werbe-) Publikationen des Finanzdienstleisters über einzelne Produkte „aufgeklärt“. Die eigentliche spezifisch objektbezogene Aufklärung über ein bestimmtes Finanzprodukt hingegen ist im Normalfall mit einer Empfehlung verbunden, ja folgt dieser nach und ist daher grundsätzlich Teil der Beratung und Empfehlung.<sup>497</sup> Eine Ausnahme ist nur für den wohl nicht häufig anzutreffenden Fall gegeben, dass ein Kunde schon mit dem Wunsch, ein bestimmtes Finanzprodukt zu erwerben, an einen Finanzdienstleister herantritt und dazu nähere Informationen erbittet. Der Finanzdienstleister würde dann, ohne eine eigene Empfehlung abgegeben zu haben, die über das betreffende Finanzprodukt erhältlichen tatsächlichen Informationen im Sinne einer nicht individualisierten Anlageinformation übermitteln und bei entsprechender Willensäußerung des Kunden die Durchführung der Transaktion vornehmen. Sowohl bei Aufklärung im Vorfeld als auch während oder in der Folge der Beratung handelt es sich aber lediglich um die Übermittlung von Informationen im Sinne von Tatsachen und nicht um Wertungen<sup>498</sup>, so dass hier beide Formen zusammengefasst werden sollen.

Derart verstandene Aufklärung beinhaltet demnach all die Informationen, die mit dem vertriebenen Finanzprodukt bzw. mit den diesbezüglichen Abschlusskonditionen zusammenhängen. Sowohl im Versicherungs- als auch im Wertpapiergeschäft ist im Rahmen

---

<sup>494</sup> In Anlehnung an die von PREUTE, S. 10ff. geprägte Terminologie.

<sup>495</sup> Siehe zur Notwendigkeit der verpflichtenden Offenlegung von Provisionszahlungen im Versicherungsvermittlerbereich HEISS/LORENZ, S. 33ff.

<sup>496</sup> Generische, d.h. instrumentbezogene Risikowarnungen spiegeln das tatsächliche Risiko eines bestimmten Finanzprodukts zwar nicht präzise wider und verhindern auch nicht entgegenstehendes irrationales Kundenverhalten, sind aber als regulatorisches Mittel zum Schutz des rationalen Kunden zweifellos gut geeignet – siehe dazu ausführlich PAGE/FERGUSON, S. 53f.

<sup>497</sup> So CAHN, ZHR 1998, S. 1, 37f.

<sup>498</sup> So auch SAH/CAMERON, J.B.L. 1997, S. 143, 156, die von bloßer *information regulation* im Rahmen von *recommendations* sprechen.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

des Vertriebs eine Aufklärung über die Abschlussmodalitäten, die Besonderheiten der in Bezug genommenen Finanzinstrumente und die speziellen Merkmale des vermittelten Objekts erforderlich. Dies gilt grundsätzlich für alle im Vertrieb von Kapitalanlagen oder Versicherungen tätigen Finanzdienstleister in gleicher Weise, unabhängig davon, ob sie als originäre Dienstleister im Direktvertrieb oder als derivative Finanzintermediäre, unabhängig oder abhängig tätig sind. Denn es ist sicherzustellen, dass der Kunde ausreichende Informationen erhalten hat, um eine rationale Kaufentscheidung treffen zu können. Da es sich hierbei um Tatsachen handelt, ist die Informationsübermittlung auch in standardisierter Form – entsprechend nach Risikograd und Komplexität gestaffelt – möglich.<sup>499</sup> Aufgrund der Standardisierbarkeit sind Aufklärungspflichten gut zur Aufstellung von allgemeinen, gesetzlichen Maßstäben geeignet.

### 3. ERKUNDIGUNG UND BERATUNG

Die bloße Aufklärung (*information à l'état brut*) reicht gerade im Bereich der Finanzdienstleistungen mit ihrem besonders stark ausgeprägten Informationsgefälle nicht aus, um eine freie und informierte Willensbildung bei der Anlageentscheidung (*informed buying*) zu ermöglichen.<sup>500</sup> Es ist nicht gewährleistet, dass ein verständiger und rational handelnder Kunde – ganz im Gegensatz zu anderen Gütern – nach erfolgter Aufklärung über die grundlegenden Parameter des Produkts, die Abschlusskonditionen und die Verbindungen des Dienstleisters mit dem Produktemittenten weiß, ob das entsprechende Finanzprodukt seinen Bedürfnissen entspricht und er es dementsprechend erwerben möchte.<sup>501</sup> Anders als in anderen Bereichen reicht es zur Überwindung der Informationsasymmetrie häufig nicht aus, allein die Tatsachenbasis des Kunden, aufgrund derer er seine Entscheidung trifft, zu vergrößern. Viele dem Massenpublikum angebotene Finanzprodukte sind von solch komplexer Natur, dass eine zusätzliche individuelle Beratung des Kunden erforderlich ist, die die Bedürfnisse des Kunden durch eine Empfehlung des wissenskundigeren Finanzdienstleisters mit einem geeigneten Finanzprodukt zusammenbringt. Von der Qualität dieser Beratungsleistung hängt die Funktionstüchtigkeit des Marktes in maßgeblicher Weise ab. Aus der allgemeinen Interessenwahrungspflicht erwachsen daher den Finanzdienstleistern Pflichten im Zusammenhang mit den von ihnen erbrachten Beratungsleistungen und Empfehlungen. Im Einzelnen ist die genaue Ausprägung der Beratungspflicht höchst umstritten, kann doch die Qualität der Beratung aufgrund der besonderen Charakteristika der Finanzdienstleistungen ungemein schwer gemessen und bestimmt werden.<sup>502</sup> Festzuhalten ist jedoch, dass die Erkundigungs- und Beratungspflichten den besonderen Kern der hier untersuchten Verhaltenspflichten bilden und gerade dadurch der Vertrieb von Finanzprodukten vom Vertrieb anderer Produkte abgehoben ist.

#### a) BERATUNG ALS ZUSÄTZLICHE, NICHT GESONDERT VERGÜTETE LEISTUNG

Ausgehend von den geschilderten Defiziten werden in der Praxis zusätzlich zur Aufklärung Beratungsleistungen sowohl von Wertpapier- als auch von Versicherungsdienstleistern in großem Umfang erbracht. Bei Wertpapier- und Versicherungsdienstleistungen, ist die Vertriebssituation historisch davon geprägt, dass Informationsvermittlung und Beratungsleistung nicht gesondert vergütet werden, sondern in die Provisionsvergütung für die Vertriebsleistung einfließen. In der Rechtswirklichkeit gibt daher beim Vertrieb von

<sup>499</sup> Dies gilt gleichermaßen für objektbezogene Informationen.

<sup>500</sup> Siehe dazu MITCHELL, S. 30.

<sup>501</sup> FLEISCHER, ZEuP 2000, S. 772, 790.

<sup>502</sup> Zu diesen besonderen Merkmalen von Finanzdienstleistungen siehe ausführlich § 2 II. 3. a) (iii) .

## § 7 Einteilung der Wohlverhaltenspflichten

Finanzdienstleistungen in den meisten Fällen der in den Vertrieb involvierte Finanzdienstleister eigene kundenorientierte Empfehlungen ab.<sup>503</sup> Demnach erbringen die Finanzdienstleister eine Leistung, die sie nicht gesondert bezahlt bekommen.<sup>504</sup> Die Vermischung von vergüteter Vermittlung und (scheinbar) unentgeltlicher Beratung/Empfehlung ruft besondere Interessenkonflikte hervor, die dem Vergütungs- und Absatzinteresse des Finanzdienstleisters entspringen.<sup>505</sup> Dabei hilft dem Kunden häufig die bloße Aufklärung über die Bindungen und Verflechtungen des Finanzdienstleisters bei einer seinen Bedürfnissen entsprechenden Entscheidungsfindung nicht weiter, weil er ohne individualisierte Beratung trotz Aufklärung keine rationale Entscheidung zu treffen in der Lage ist, weil er zur Einschätzung seiner Bedürfnisse der Hilfe bedarf. Nimmt er diese für ihn notwendige Hilfe von einem an Vergütung und Absatz interessierten Finanzdienstleister in Anspruch, besteht die erhöhte Gefahr, dass ihm kein seinen Bedürfnissen entsprechendes Produkt empfohlen wird, weil die Beratung provisions- bzw. gewinnorientiert ist.<sup>506</sup> Im übrigen ist bei einer Beratung unabhängig von potentiellen Interessenkonflikten beim Finanzdienstleister zu verhindern, dass sie nur oberflächlich und ungenau erfolgt und aus diesem Grund an den Kundeninteressen vorbeigeht.<sup>507</sup>

### b) DEM KUNDENINTERESSE ENTSPRECHENDE EMPFEHLUNG

Zu gewährleisten ist also in diesem Rahmen, dass die aufgrund der gewachsenen Marktstrukturen normalerweise neben Vertrieb und Aufklärung erbrachten Beratungsleistungen so erfolgen, dass ohne Rücksicht auf die Eigeninteressen des Finanzdienstleisters den Kundenbedürfnissen entsprechende Produkte ausgewählt und empfohlen werden.<sup>508</sup> Daher sind im als besonders sensibel angesehenen Finanzdienstleistungssektor zusätzlich zur Aufklärungspflicht Erkundigungs-<sup>509</sup> und Beratungspflichten<sup>510</sup> entwickelt worden<sup>511</sup>, die in Deutschland unter dem Begriff der anleger- und objektgerechten Beratung zusammengefasst werden.<sup>512</sup> Die über allgemeine Produktinformationspflichten hinausgehende Beratungspflicht erweitert die auch in anderen Branchen üblichen vertriebsbezogenen Pflichten und führt ein individualisierendes Element ein, indem den Finanzdienstleistern die Verpflichtung auferlegt wird, wenigstens sicherzustellen, dass eine von ihnen ausgesprochene Empfehlung den Wünschen und

<sup>503</sup> Vielfach geschieht dies aber, ohne dass der Finanzdienstleister sich in adäquater Weise entsprechend umfassend mit den Interessen des Kunden auseinandergesetzt hat – vgl. für den Versicherungsbereich SCHWINTOWSKI, VuR 2001, S. 289.

<sup>504</sup> Drastischer drückt dies MEYER in BASEDOW (LEBENSVERSICHERUNG), S. 157, 163, aus: „Versicherungsunternehmen, deren Vermittler und Versicherungsmakler geben dagegen für ihre eigentlichen Dienstleistungen keine Preise an, sondern verstecken diese in einer ungeteilten Prämie.“

<sup>505</sup> Dazu siehe § 7 II. 2. .

<sup>506</sup> Für den Versicherungsbereich MEYER a.a.O., S. 170.

<sup>507</sup> Historisch interessant in diesem Zusammenhang der englische Fall Schweder v. Walton (1910) 27 T.L.R. 89 (zit. nach PAGE/FERGUSON, S. 16), bei dem das Gericht zwischen vergüteter Transaktionsausführung (*execution*) und nichtvergüteter Beratung (*advice*) unterschied, entsprechend für den Beratungsteil der Dienstleistung eine allgemeine Interessenwahrungspflicht aus der *law of agency* versagte und daher zu dem Schluss kam, dass die Beratung nicht mit Sorgfalt erfolgen musste.

<sup>508</sup> Im Englischen als *suitability requirement* bekannt, dazu gleich ausführlich § 10 II. 3. c) .

<sup>509</sup> Französisch *obligation de s'informer (pour informer)*; englisch: *know your customer rule*.

<sup>510</sup> Französisch: *obligation de conseil*; englisch: *duty to advise*.

<sup>511</sup> FLEISCHER, ZEuP 2000, S. 772, 790, betrachtet auf europäischer Ebene den Wertpapierbereich mit den Wohlverhaltensregeln als einziges Beispiel für einen derart weitreichenden Pflichtenstandard und sieht dies als Ausnahme an.

<sup>512</sup> Den Begriff hat der Bundesgerichtshof (BGH) durch sein Grundsatzurteil v. 06.07.1993, NJW 1993, S. 2433ff. (Bond) geprägt.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

Bedürfnissen des Kunden entspricht. Eine solche Intensivierung der Kommunikationspflichten von bloßen Aufklärungs- zu Beratungspflichten ist aufgrund des besonderen Charakters der Finanzdienstleistungen als *experience* oder *credence goods* einleuchtend und folgerichtig.<sup>513</sup> Infolge der zunehmenden Betonung der Berufspflichten werden Finanzdienstleistungsunternehmen nicht mehr primär als Verkäufer angesehen; sie tragen vielmehr als Sachwalter des Kunden eine Mitverantwortung für die letztendliche Anlageentscheidung des Kunden.<sup>514</sup>

Der Finanzdienstleister ist gehalten, dem Kunden eine auf ihn und seine Bedürfnisse zugeschnittene Empfehlung zu geben.<sup>515</sup> Die Beratung ist somit zwingenderweise individualisiert und kundenspezifisch. Kann er dem Kunden kein auf dessen Bedürfnisse passendes Produkt empfehlen, ist er gehalten, von einer Empfehlung Abstand zu nehmen bzw. den Kunden darüber zu informieren, dass ein bedarfsgerechtes Produkt nicht gefunden werden konnte. Ihr Umfang ist bei abhängigen Vermittlern bzw. für den Direktvertrieb zu beschränken: Eine Empfehlung kann ein abhängiger Vertreter oder ein originärer Finanzdienstleister lediglich im Rahmen der eigenen Produktpalette geben. Innerhalb dieses Rahmens kann aber auch hier das für den Kunden geeignetste Produkt ausgewählt und empfohlen werden<sup>516</sup>, um so der – auf das von ihm vertriebene Angebot reduzierten – Interessenwahrungspflicht Genüge zu tun.<sup>517</sup> Essentiell ist jedenfalls, dass eine Empfehlung nur hinsichtlich solcher Produkte ausgesprochen wird, über die der Finanzdienstleister hinreichende Informationen hat. Denn nur so kann er beurteilen, ob das betreffende Finanzprodukt den Bedürfnissen des Kunden entspricht.<sup>518</sup> Für unabhängige Makler von

---

<sup>513</sup> So auch SAH/CAMERON, J.B.L. 1997, S. 143, 145ff., die zwischen Aufklärung (*information* oder *disclosure regulation*) und Erkundigungs- und Beratungspflichten im Sinne einer weitergehend in das Marktgeschehen eingreifenden *standard setting regulation* oder *conduct regulation* unterscheiden. Richtig ist an diesem Ansatz, dass Erkundigungs- und Beratungspflichten intensivere Regulierungsmaßnahmen sind als die bloße Aufklärung. Der von SAH/CAMERON, *ibid.* S. 147f., wenig überzeugend in Einführungs- (*introduction*), Erkundigungs- (*investigation*) und Empfehlungsphase (*recommendation stage*) eingeteilte Kommunikationsprozess zwischen Finanzdienstleister und Kunden trägt diese Unterscheidung nicht; sowohl Aufklärungs- als auch Erkundigungs- und Empfehlungspflichten bestimmen das Ausmaß, den Standard des vom Finanzdienstleister zu erbringenden Verhaltens, so dass richtigerweise beide Pflichtenkomplexe der *standard setting regulation* zuzurechnen sind.

<sup>514</sup> ASSMANN (LIABILITY), S. 12.

<sup>515</sup> So für Versicherungsvermittler schon der BIPAR-Moralkodex in II.a) 2.1: „Die Versicherungsagenten und –makler untersuchen gründlich die Versicherungsbedürfnisse der Kunden und empfehlen ihnen diejenigen Maßnahmen zur Risikovorbeugung, die ratsam sind, vor allem, wenn dadurch eine günstige Tarifierung möglich wird.“; ausführlich auch MENSCHING, S. 135ff., der zwischen Beratungsvorgaben bezüglich Risikoanalyse und Deckungskonzept unterscheidet; für Versicherungsmakler im speziellen MATUSCHE-BECKMANN, S. 53f.; für Wertpapierdienstleister siehe statt aller die ausführliche Darstellung bei KOLLER in ASSMANN/SCHNEIDER, § 31 Rn. 87ff.

<sup>516</sup> Für Frankreich BIGOT/LANGÉ, S. 208; ausführlich zur Haftung wegen Beratungspflichtverletzungen KLÖCKENER, S. 77f. („Der Agent wird aber auch verpflichtet sein, dem Versicherungskandidaten dabei zu helfen, seine Vorstellungen und Wünsche zu präzisieren und im Rahmen der Vermittlung nicht nur eine passive Rolle einzunehmen, sondern aktiv zur Ermittlung des gewünschten Versicherungsschutzes beizutragen.“); dagegen aber die bisherige Rechtsprechung zu Aufklärungs- und Beratungspflichten der Versicherungsagenten in Deutschland, vgl. OLG Köln vom 19.09.1995, VersR 1996, S. 1265; dazu ausführlich KIENINGER, AcP 1999, S. 190, 195ff. mit weiteren Rechtsprechungsnachweisen, derzufolge die Aufklärungs- und Beratungspflichten des Wertpapierbereichs auch auf den Versicherungssektor übertragen werden sollten.

<sup>517</sup> Die überaus pessimistischen Einschätzungen von HÜBNER in FS LORENZ, S. 317, 329, oder MEYER in BASEDOW (LEBENSVERSICHERUNG), S. 157, 167, nach denen ein „Beratungsschutz“ der Verbraucher durch abhängige Versicherungsagenten nicht zu gewährleisten ist, kann in dieser Form daher nicht geteilt werden.

<sup>518</sup> Die Verpflichtung, hinreichend über die Parameter der Produkte informiert zu sein, die empfohlen werden, deckt sich insofern mit der Pflicht zur objektbezogenen Aufklärung – dazu siehe oben § 7 IV. 2. b) – kann aber wohl im Einzelfall darüber hinausgehen. Der Finanzdienstleister muss über alle Produkte, die er vertreibt, zumindest die grundlegenden und allgemein für ihn als Marktteilnehmer problemlos erhältlichen Informationen vorhalten, um dem Kunden nichtindividualisierte Aufklärung über ein Produkt leisten zu können. Bei einer



Versicherungen soll gar eine über die bloße Geeignetheit des Finanzprodukts für den Kunden hinausgehende Beratungspflicht bestehen. Demnach soll der Versicherungsmakler zur Empfehlung des bestmöglichen Versicherungsschutzes (*best advice*) verpflichtet sein.<sup>519</sup>

### c) *ERKUNDIGUNGSPFLICHT*

Um im Rahmen der Beratung eine kundengerechte Empfehlung abgeben zu können, muss zunächst im Vorhinein eine Ermittlung kundenrelevanter Informationen erfolgen. Nur so ist eine auf den Kunden individuell zugeschnittene Beratung möglich, die in eine Empfehlung des für den Kunden geeignetsten Produkts mündet. Der Finanzdienstleister ist gehalten, sich nach den persönlichen Verhältnissen des Kunden und seinen Anlage- bzw. Absicherungszielen zu erkundigen.<sup>520</sup> Des Weiteren hat er den Erfahrungshorizont des Kunden in Bezug auf Kapitalanlage- bzw. Versicherungsgeschäfte zu erfragen. Die Erkundigung kann im Gegensatz zur darauf aufbauenden Beratungspflicht bei allen hier betrachteten Finanzdienstleistern in ähnlicher Weise und auch standardisiert erfolgen.

### d) *EXECUTION-ONLY*

Ein Problemkomplex im Zusammenhang mit der Erkundigungs- und Beratungspflicht hat sich durch die modernen Informationstechnologien insbesondere im Bereich des Wertpapierhandels aufgetan. Aufgrund der technischen Innovationen besteht nunmehr die Möglichkeit, über Telefon oder Internet Wertpapieraufträge direkt aufzugeben. Dies hat enorme Kostenvorteile für die Wertpapierdienstleister, die keine eigenen Filialen am Ort des Kunden mehr vorhalten müssen. Diese Kosteneinsparungen geben sie an die Kunden weiter. Dieses sogenannte Discount-Broking ist demnach eine neue Vertriebsform des Wertpapierhandels. Gekennzeichnet ist das Discount-Broking üblicherweise aber auch – und hier besteht das Problem – von dem Verzicht auf Beratungsleistungen. Bisweilen wird sogar behauptet, dass in dem Verzicht auf die normalerweise mit dem Wertpapiervertrieb verbundene Aufklärungs- und Beratungsleistung der entscheidende Kostenvorteil zu finden sei, ja dass dieser Ausschluss das Charakteristikum des Discount-Broking darstelle.<sup>521</sup> Zu Recht ist allerdings bezweifelt worden, dass die geringeren Gebühren allein auf die fehlende Beratung zurückzuführen sind. Vielmehr lässt sich der Gebührevorteil weitgehend mit dem erheblich preiswerteren Vertriebsweg begründen. Es ist offenkundig, dass der Verzicht auf ein ausgedehntes Filialnetz mit entsprechenden Fixkosten für Miete, Ausstattung und Personal erhebliche Kosteneinsparungen birgt, möglicherweise gar höhere als der bloße Verzicht auf die Informationsleistung.<sup>522</sup> Nichtsdestotrotz wird gerade die fehlende Komponente der Beratung auch von den Discount-Brokern selbst als Hauptgrund für den Gebührennachlass bezeichnet<sup>523</sup>; dabei ist sicherlich richtig, dass ein umfassender Beratungsausschluss, der

---

Produktempfehlung mag hingegen noch intensivere Nachforschung nötig sein, um sicherzustellen, dass das Produkt tatsächlich den Kundenbedürfnissen entspricht.

<sup>519</sup> Siehe zu Großbritannien, wo dies auch für die Vermittlung von Kapitalanlagefonds gilt, ausführlich gleich § 11 II. 3. d) (ii) ; für Frankreich BIGOT/LANGÉ, S. 235 sowie Art. 3 *Code Moral* für *courtiers d'assurance*: „Le courtier a le devoir de présenter le contrat le mieux adapté aux besoins de son client.“; für Deutschland insbesondere MATUSCHE-BECKMANN, S. 66ff.; LORENZ in SCHNYDER, S. 253, 254ff.; KIENINGER, VersR 1998, S. 5, 6; in Österreich zur gesetzlich fixierten Regelung des § 28 Nr. 3 MaklG HAGHOFER/MAYER, ÖBA 1997, S. 583ff.; für die Niederlande KAMPHUISEN in GRIESS, S. 33, 46, mit Ausführungen älteren Datums.

<sup>520</sup> Zu den Grenzen dieser Nachforschungspflichten aufgrund des informationellen Selbstbestimmungsrechts des Kunden RAESCHKE-KESSLER, WM 1996, S. 1764, 1766f.;

<sup>521</sup> Insbesondere WIENEKE, S. 24ff.; ebenso SILLER, S. 4f.

<sup>522</sup> In diesem Sinne auch METZ, VuR 1996, S. 183f.; HAGHOFER/MAYER, ÖBA 1997, S. 583, 589.

<sup>523</sup> Vgl. die Nachweise bei ROST, S. 18.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

beispielsweise mit einem Verzicht auf eigene Analystenabteilungen einhergeht, massive Kostensenkungen zur Folge haben kann, die sich auch in niedrigeren Gebühren niederschlagen.

Aufgrund der begrifflichen Unklarheit bietet es sich an, für Wertpapierdienstleistungen ohne Beratung anstatt des in Deutschland gebräuchlichen Begriffs des Discount-Broking den des *execution-only* Geschäfts zu verwenden. Diese Unterscheidung ist auch in den USA üblich, wo Discount-Broking das kostengünstigere Wertpapiergeschäft über moderne Vertriebswege umfasst, ohne dass dabei eine Aussage darüber getroffen wird, ob eine Beratungsleistung erfolgt oder nicht, während mit *execution-only* die reine Ausführung der Wertpapiertransaktion bezeichnet wird.<sup>524</sup>

Dieser Ausschluss von Informations- und individualisierten Beratungsleistungen wird insbesondere in Deutschland als problematisch angesehen, weil neben Aufklärung auch individualisierte Beratung zwingend erfolgen müsse. Dies ergebe sich aus dem besonderen Charakter des Vertriebs von Finanzprodukten, dessen strukturelles Informationsgefälle eine umfassende Beratung erforderlich mache.<sup>525</sup>

Gerade im Wertpapierbereich, wo eine Vermittlung durch ein an der Börse zugelassenes Unternehmen aufgrund der begrenzten Zulassung für Privatanleger zwingend notwendig ist, kann jedoch die Situation auftreten, dass ein Kunde sich anderweitig informiert hat und nun aufgrund des beschränkten Börsenzugangs nur noch eines Vermittlers bedarf, um das von ihm schon beschlossene Wertpapiergeschäft durchzuführen.<sup>526</sup> In Anbetracht dieses beschränkten Zugangs und des damit verbundenen Vermittlungszwangs ist ein komplettes Verbot der *execution-only* Geschäfte mit den Grundsätzen der freien Marktwirtschaft nicht vereinbar und damit zuzulassen.<sup>527</sup> Anleger, die sich anderweitig informieren, um dann zu möglichst günstigen Gebühren gezielt Kapitalanlagen zu erwerben, ohne dass sie einer umfassenden Aufklärung oder Beratung bedürfen, sind ohne Weiteres denkbar. Es gibt keinen ökonomischen Grund, einem informierten Kunden den preiswertesten Weg zu versperren, das Geschäft zu tätigen, das er tätigen möchte. Es ist ganz im Gegenteil wirtschaftlich vorteilhaft, dass sich auch auf dem Wertpapierdienstleistungsmarkt ein Wettbewerb zwischen den verschiedenen Formen der Wertpapiervermittlung herausbildet. Durch eine Verpflichtung der Discount-Broker, zusätzlich zur bloßen Anlagevermittlung Erkundigungs- und Beratungsleistungen zu erbringen, würde der Markt für Anlageberater oder andere reine Informationsintermediäre noch weiter ausgetrocknet.<sup>528</sup> Die Informationspflichten ökonomisch begründende strukturelle Informationsasymmetrie ist in einem solchen Fall jedenfalls erheblich reduziert. Der *execution-only broker* muss zwar transaktionsbezogene

---

<sup>524</sup> So auch in Deutschland richtigerweise Punkt 2.6 der BaWe-Wohlverhaltensrichtlinie; ebenso ROST, S. 21.

<sup>525</sup> Dies wird meist aus der als nicht für abdingbar gehaltenen Regelung des § 31 WpHG geschlossen; vgl. KOLLER in ASSMANN/SCHNEIDER (1. AUFLAGE), § 31 Rn. 96ff.; METZ, VuR 1996, S. 183ff.; REICH, WM 1997, S. 1601ff.; auch für Österreich findet sich diese Meinung: HAGHOFER/MAYER, ÖBA 1997, S. 583, 589, anders allerdings KNOBL, ÖBA 1997, S. 790, 794.

<sup>526</sup> Es gibt inzwischen mehrere Monographien zu dem Thema, die sich ausgiebig mit dem Thema beschäftigen: vgl. WIENEKE, ROST, auch BRANDT, S. 280ff.

<sup>527</sup> So wohl inzwischen auch die überwiegende Meinung in Deutschland; vgl. die umfassende Analyse bei BRANDT, S. 280ff., insbesondere S. 301; dem hat sich auch die Rechtsprechung angeschlossen, so das Grundsatzurteil des BGH, WM 1999, S. 2300, zuletzt bestätigt in BGH, WM 2004, S. 24.; zustimmend zuletzt RICHRATH, WM 2004, S. 653, 656. STÖTERAU leitet die Möglichkeit der Disponibilität von Erkundigungs- und Beratungsleistung wenig überzeugend rechtsvergleichend aus dem britischen Recht her. Er scheint dabei fälschlicherweise davon auszugehen, dass derartige Regeln erst durch die Umsetzung der Wohlverhaltensregeln in das englische Recht eingeführt wurden (S. 153ff, insbesondere S. 154 oben), obwohl - wie die vorliegende Arbeit in § 11, insbesondere in § 11 I. 1. b) (ii), ausführlich belegt - ganz im Gegenteil die englischen Wohlverhaltensregeln die europäischen und damit die deutschen Wohlverhaltensregeln maßgeblich beeinträchtigt haben.

<sup>528</sup> Dazu ausführlich GRUNDMANN/KERBER in GRUNDMANN (PARTY AUTONOMY), S. 264, 296ff.

Organisationspflichten genauso einhalten wie jeder andere Finanzdienstleister, ebenso treffen ihn im Regelfall auch standardisierte produkt- und produkttypbezogene Aufklärungsverpflichtungen.

Überdies muss der *execution-only broker* vom Kunden wenigstens grundlegende standardisierte Informationen über die Erfahrung mit den verschiedenen Finanzinstrumenten einholen, um sicherzustellen, dass dieser begriffen hat, welche Art von Geschäft er eingeht und welches Risiko damit verbunden ist.<sup>529</sup> Die Einholung von Kundeninformationen kann damit neben der Sicherstellung kundengerechter Beratung auch noch einem weiteren Zweck dienen: der Risikowarnung. Aufgrund der Komplexität von Finanzprodukten und Kapitalmärkten besteht gerade im *execution-only business* die Gefahr, dass ein Kunde seine Kenntnisse und Fähigkeiten falsch einschätzt und „auf eigene Faust“ risikoreiche Geschäfte tätigt, die im Falle des Verlusts seine finanziellen Möglichkeiten übersteigen. Um den Kunden vor solchen finanziellen Notlagen zu bewahren, soll der Finanzdienstleister verhindern, dass der Kunde Geschäfte wagt, die seiner finanziellen Situation und seinem Kenntnisstand nicht angemessen sind. Dies wird in der Praxis meist durch die Einordnung des Kunden in standardisierte Risikogruppen gewährleistet. Nach dieser vor Geschäftsbeginn erfolgten Einordnung führt der Wertpapierhändler ohne weitere Beratung Wertpapiertransaktionen innerhalb dieser Risikogruppen für den Kunden aus. Wertpapiergeschäfte außerhalb der Risikogruppe werden in diesem System nur nach Rücksprache und eventuell erforderlicher zusätzlicher Aufklärung getätigt.<sup>530</sup>

Der *execution-only broker* kann daher darüber hinaus nur daran gebunden sein, dem Kunden mitzuteilen, dass die Vermittlung nur die Ausführung der Transaktion und keine individualisierte Beratung umfassen wird. Das erlaubt dem Kunden, die Frage zu entscheiden, ob er eine Beratung haben möchte oder nicht. Maßgeblich muss nämlich sein, dass der Kunde die Möglichkeit einer freien, informierten Entscheidung hat. Für das Versicherungsgeschäft kann im Übrigen nichts anderes gelten. Auch hier ist gleichermaßen Beratung nur insoweit nötig, als der Kunde einen Beratungsbedarf hat.<sup>531</sup>

Daraus folgt auch, dass ein Finanzdienstleister mit Beratungsleistung nicht gehalten ist, den Kunden von einem unvernünftigen oder risikoreichen Geschäft abzuhalten, wenn dieser entgegen einer ablehnenden Einschätzung des Finanzdienstleisters darauf beharrt, ein solches Geschäft durchführen zu wollen. Glaubt der Kunde, er sei ausreichend informiert, eine eigenständige Entscheidung zu treffen, ist mehr als zweifelhaft, ob der Finanzdienstleister die Ausführung des Geschäfts verweigern muss, wenn er das Geschäft für nicht kundengerecht hält. Sind dem Kunden alle Möglichkeiten an die Hand gegeben worden, die bestehende Informationsasymmetrie auszugleichen, kann ihm das Recht nicht mehr weiterhelfen, denn ihm kommt letzten Endes die ultimative Freiheit zu, auch irrationale Entscheidungen zu treffen. Im amerikanischen Kapitalmarktrecht wird diese Freiheit treffend beschrieben als „*the sacred right of everybody to make a fool of oneself*“.<sup>532</sup>

#### e) TRENNUNG VON BERATUNGS- UND VERMITTLUNGSLEISTUNG?

Die prinzipiell nicht gesondert vergütete Beratungsleistung ist ein Kernproblem der Regulierung des Verhaltens der Finanzdienstleister, weil dadurch ein Großteil der Interessenkonflikte erst entsteht. Wenn Kunden schon wissen, welche Finanzprodukte sie erwerben möchten, besteht für den Finanzdienstleister keine Möglichkeit mehr, aus eigennützigen Motiven Produkte zu empfehlen, die nicht den Bedürfnissen der Kunden

<sup>529</sup> Bejahend PREUTE, S. 234.

<sup>530</sup> Zur Funktionsweise ausführlich siehe WIENEKE, S. 38ff.

<sup>531</sup> So auch RÖMER, VersR 1998, S. 1313, 1317.

<sup>532</sup> HOPT in BANKRECHTSTAG 1992, S. 1, 26.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

entsprechen. Dementsprechend erfüllt der Discount-Broker eine wichtige Funktion auch dadurch, dass bei ihm typische Interessenkonflikte im Rahmen der Beratung und Empfehlung gar nicht erst entstehen. Schon heute informieren sich mehr und mehr Kunden mittels Börsenbriefen oder anderen Instrumenten der Kapitalmarktkommunikation und kommen so selbst zu Entscheidungen über ihre Anlagebedürfnisse, die sie dann nur noch ausgeführt wissen wollen, ohne eine zusätzliche individuelle Beratungsleistung zu benötigen. Desgleichen ist es heute anders als früher möglich, über Versicherungsangebote umfassende Vergleiche einzuholen, anhand dieser Vergleiche eine Entscheidung zu treffen und dann, ohne einen Vermittler in Anspruch zu nehmen, selbst direkt mit der Versicherungsgesellschaft die Versicherung abzuschließen. Insofern kann der Direktvertrieb im Versicherungs- und auch im Kapitalanlagegeschäft als *execution-only*-Pendant zur Entwicklung dieses Geschäfts im Wertpapiersektor angesehen werden.<sup>533</sup>

Dass die Kunden nun mehr Möglichkeiten haben, sich nichtindividualisierte Informationen selbst zu beschaffen, heißt jedoch nicht, dass individuelle Beratungsleistungen für Privatkunden im Finanzdienstleistungssektor in Zukunft weniger wichtig werden. Die Transformationsleistung von der nichtindividualisierten Information zu den eigenen Bedürfnissen werden die wenigsten Privatkunden allein bewältigen können.

Bei einer Geschäftstrennung von reiner Transaktionsausführung mit standardisierter Aufklärung auf der einen sowie Beratung auf der anderen Seite könnte die Interessenkonfliktproblematik, die durch die Kumulierung von Abwicklungs- und Beratungsgeschäft in einer Person entsteht, entschärft werden.<sup>534</sup> Im Bereich der reinen Informationsintermediäre gibt es neben den nicht kundenspezifischen Börseninformationsdiensten oder -zeitungen mit Marktanalysen und abstrahierten Empfehlungen auch Anlage-, Versicherungs- oder allgemein Vermögensberater, die individuelle, auf den Kunden und seine Bedürfnisse zugeschnittene Beratungsleistungen erbringen und dafür vergütet werden. Die Auslagerung des Beratungsgeschäfts auf solche unabhängigen und an der Ausführung der Transaktion nicht beteiligten Anlage- und Versicherungsberater mit separater Vergütung wird – vielfach unter Hinweis auf die Situation in den USA<sup>535</sup> – für ökonomisch wünschenswert gehalten.<sup>536</sup> Richtig ist, dass bei einer solchen strikten Rollentrennung<sup>537</sup> Interessenkonflikte aus Vergütungs- und Preisinteresse wegfallen würden, so dass eine Trennung der beiden Leistungen ökonomisch wünschenswert sein mag, allein dürfte sie an praktischen Erwägungen scheitern.

Es zeichnet sich zwar ab, dass durch die neuen Vertriebswege über das Internet zwischen Informations- und Beratungsleistung und Ausführung der Transaktion zunehmend getrennt wird, hauptsächlich deswegen, weil das Internet es ermöglicht, Informationen einem Massenpublikum zu vermitteln, das vorher auf die Informationstransformation durch Vertriebsvermittler angewiesen war.<sup>538</sup> Diese Entwicklung betrifft aber hauptsächlich

---

<sup>533</sup> Im Versicherungsbereich ist es aufgrund der unterschiedlichen Vertriebsstruktur nunmehr nämlich die Versicherungsgesellschaft als Produzent der Finanzdienstleistung selbst, die die neuen Medien nutzt, um in direkten Kontakt mit den potentiellen Versicherungsnehmern zu treten.

<sup>534</sup> BRANDT, S. 302; insbesondere GRUNDMANN/KERBER in GRUNDMANN (PARTY AUTONOMY), S. 264ff.

<sup>535</sup> Dazu siehe **Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden.**

<sup>536</sup> FALKEN in BASEDOW (LEBENSVERSICHERUNG), S. 147, 152, beklagt beispielsweise, dass der Beruf des Versicherungsberaters, der neutrale und unabhängige Beratung in Versicherungsfragen leisten könne, in der deutschen Bevölkerung weitgehend unbekannt sei; MEYER in BASEDOW (LEBENSVERSICHERUNG), S. 157, 167, hält provisionsgesteuerte Vermittler per se nicht für taugliche „Informanten“ des Kunden.

<sup>537</sup> TAUPITZ in BASEDOW (LEBENSVERSICHERUNG), S. 105, 111.

<sup>538</sup> LIBIN/WRONA, Col.Bus.LR 2001, S. 601, 630, sprechen von der Demokratisierung der Wertpapiermärkte durch das Internet; COFFEE, Bus.Law 1997, S. 1195f. meint gar, dass diese neuartige Form des Informationszugangs die strukturelle Informationsasymmetrie zum Nachteil des Privatkunden ausgleichen könnte. Allerdings kann die schiere Menge an Finanzinformationen, die über das Internet erhältlich sind, auch dazu führen, dass der Kunde überinformiert und dadurch wiederum verwirrt wird – LIBIN/WRONA, *ibid.*, S. 632f.

anonyme, allgemeine Informationsangebote, die jedermann zugänglich sind. Die Bereitschaft, für auf individuelle Kundenbedürfnisse ausgerichtete Beratungsleistungen im Finanzdienstleistungssektor separat zu bezahlen, ist im europäischen Markt jedoch weiterhin sehr schwach ausgeprägt. Dies liegt natürlich hauptsächlich daran, dass die Kunden es gewöhnt sind, die gesamte individualisierte Dienstleistung aus einer Hand zu erhalten. Dass sie dabei nicht notwendigerweise die besten Informations- und Beratungsleistungen erhalten, weil der Vermittler im Vertriebsgeschäft Interessenkonflikten unterliegt, denen ein reiner Informationsintermediär nicht unterworfen ist, wird den meisten Kunden nicht bewusst. Abschreckend wirkt allein der Glaube, für die gleiche Dienstleistung „zweimal“ bezahlen zu müssen. Aufgrund dieser grundlegenden und tief verwurzelten Anspruchshaltung der Kunden ist zu erwarten, dass die Marktstruktur im Finanzdienstleistungsvertrieb auch für die nächste Zukunft weiterhin von der Verbindung von Vertriebs- und Beratungsleistung geprägt sein wird.

Eine ökonomisch möglicherweise sinnvolle Trennung von Vertriebs- und Beratungsleistung<sup>539</sup> ließe sich aber nur durch regulatorische Maßnahmen erreichen, die in massiver Weise in den freien Markt und historisch gewachsene Strukturen eingreifen. Da der politische Wille für solch einen nach der reinen ökonomischen Lehre vielleicht wünschenswerten Eingriff weder auf nationaler noch auf europäischer Ebene erkennbar ist, muss ein einheitlicher Kanon der Wohlverhaltensregeln den verschiedenen Akteuren des Vertriebsmarkts mit ihren jeweiligen Bindungen Rechnung tragen.

Der durch Wohlverhaltensregeln bezweckte Kundenschutz kann umfassender durch einen unabhängigen Makler gewährleistet werden als durch einen gebundenen Vertreter, weil durch das größere Angebot allokatationseffiziente Entscheidungen wahrscheinlicher werden und die Gefahr von Interessenkonflikten geringer ist.<sup>540</sup> Für die Europäische Kommission ist bei der Verwirklichung des europäischen Binnenmarkts der unabhängige Vermittler insbesondere deshalb vorzugswürdig, weil neben dem reinen Informationsintermediär nur dieser ein europaweites Angebot garantiert und so dem Kunden jedenfalls eher die Möglichkeit gibt, das für ihn günstigste Produkt aus dem Angebot des gesamten Binnenmarkts zu erhalten. Eine Verbesserung des Kundenschutzes, die keine Umwälzung des gesamten Systems mit sich brächte, ließe sich jedenfalls auf allen Vertriebswegen dadurch erreichen, dass die Beratungsleistung als selbständiger Kostenfaktor gekennzeichnet und herausgestellt würde<sup>541</sup>, wie dies indirekt durch solche Dienstleister geschieht, die je nach Kundenwunsch den Vertrieb von Finanzprodukten zu unterschiedlichen Preisen *execution only* oder mit Beratung anbieten.

## V. ERGEBNIS

Sowohl im Wertpapier- als auch im Versicherungsgeschäft sind besondere transaktionsbezogene Verhaltensregeln zur Erfüllung der aus der strukturellen

---

<sup>539</sup> So auch MENSCHING, S. 193, der meint, es müsse möglicherweise darüber nachgedacht werden, Beratung und Vertrieb durch regulatorische Maßnahmen strikt zu trennen.

<sup>540</sup> GRUNDMANN (SCHULDVERTRAGSRECHT), S. 600; HÜBNER in FS LORENZ, S. 317, 322.

<sup>541</sup> So auch MEYER in BASEDOW (LEBENSVERSICHERUNG), S. 157, 166, der für den Versicherungsbereich von einem intransparenten „Leistungsbündel Versicherung“ spricht; bei der Versicherung ist die Leistungsvermischung mitunter noch gravierender, weil anders als im Wertpapierbereich nicht allein die Ausführung (und die „Deponierung“ im Depot) vergütet werden, sondern auch die einzelnen Prämienbestandteile nicht identifizierbar sind.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

Informationsasymmetrie erwachsenden allgemeinen Interessenwahrungspflicht der Finanzdienstleister notwendig.<sup>542</sup>

Ungeachtet der Unterschiede zwischen unabhängigen und abhängigen Vermittlern oder den Produzenten im Direktvertrieb gilt es, den Kunden gegenüber gewisse Standards an Informationsweitergabe und Aufklärungsintensität einzuhalten. Dabei ist im Bereich der transaktionsbezogenen Organisationspflichten und standardisierter Aufklärung keine Differenzierung zwischen den einzelnen Vertriebsarten vorzunehmen, weil diese Pflichten unabhängig von den Bindungen an andere Unternehmen aufgrund der allgemeinen Interessenwahrungspflicht gegenüber dem Kunden bestehen.

Prinzipiell gilt das gleiche für die Erkundigungs- und Beratungspflichten. Auch diese treffen sowohl unabhängige als auch abhängige Vermittler sowie den Direktvertrieb, weil nur so der allgemeinen Interessenwahrungspflicht entsprechend ein den Kundenbedürfnissen entsprechendes Angebot gewährleistet werden kann. Dabei ist allerdings die Pflichtenintensität für *execution-only*-Geschäfte, bei denen der Kunde kein Beratungsbedürfnis hat, zu reduzieren. Aus ökonomischer Sicht sollten Unternehmen bei solchen Geschäften lediglich vor allzu risikoreichen Geschäften warnen. Darüber hinaus unterliegen sie aber keiner Pflicht zur Beratung, sofern sie darauf hinweisen, dass sie keine Beratungsleistung erbringen. Das gleiche sollte auch für den Direktvertrieb von Versicherungen oder Kapitalanlagegesellschaften gelten, die aufgrund des geringeren Risikos dieser Finanzprodukte ihre Dienstleistung auf die bloße Aufklärung, d.h. die Übermittlung von Abschluss-, Instrument- und Produktinformationen beschränken können, wenn der Kunde kein Bedürfnis an zusätzlicher Beratung erkennen lässt.

Überdies ist die Intensität der Erkundigungs- und Beratungspflicht der Vertriebsart entsprechend abzustufen, um den Besonderheiten des abhängigen Vermittlergeschäfts und des Direktvertriebs Genüge zu tun. Vertriebsvermittler, bei denen die Verbindung zum Emittenten der vermittelten Finanzprodukte nicht offenkundig ist, müssen auf diese Verbindung umso deutlicher hinweisen und die dadurch eventuell bedingte Einschränkung des Vertriebsangebots aufdecken, um den Kunden davon in Kenntnis zu setzen, welchen Umfang die Beratungsleistung haben soll.

Die neuen Informationsmöglichkeiten über das Internet könnten allerdings dazu beitragen, dass der aus ökonomischer Sicht ineffiziente gebundene Vertriebsvermittler langfristig zugunsten des unabhängigen Vermittlers geschwächt wird. Nur dieser kann ein umfassendes Angebot der erhältlichen Finanzprodukte bieten, das die Vorteile des europäischen Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen zur Geltung bringen kann.<sup>543</sup>

---

<sup>542</sup> Für Deutschland: SCHWINTOWSKI, VuR 1997, S. 83, 87ff.; LANG, AcP 2001, S. 451, 550f. (für Kapitallebensversicherungen); weitergehend KIENINGER, AcP 1999, S. 190, 236ff., die im Wertpapierbereich entwickelte zivilrechtliche Aufklärungs- und Beratungspflichten auf alle Versicherungsdienstleistungen übertragen will.

<sup>543</sup> So für das Versicherungsgeschäft auch HÜBNER, EuZW 1997, S. 193, der den unabhängigen Versicherungsmaklern aufgrund der umfassenderen Produktpalette im europäischen Binnenmarkt eine wichtigere Funktion zuschreibt.

## § 8 RECHTSNATUR UND DURCHSETZUNG DER WOHLVERHALTENSREGELN

Nach Einteilung und Definition des Anwendungsbereichs gilt es, festzustellen, auf welche Weise die Wohlverhaltensregeln in der Praxis durchgesetzt werden. Wohlverhaltensregeln sind ein bemerkenswert flexibles regulatorisches Instrument, das sowohl durch privatrechtliche Mittel als auch durch aufsichtsrechtliche Maßnahmen zur Wirkung gebracht werden kann. Allgemein festzuhalten ist, dass Handlungen eines Finanzintermediärs sowohl verwaltungs- bzw. aufsichtsrechtliche Maßnahmen hervorrufen als auch privatrechtliche oder gar strafrechtliche Konsequenzen haben können.<sup>544</sup> Dabei sollen hier primär die unterhalb der strafrechtlichen Schwelle besonders gravierender Verstöße gegen die Rechtsordnung angesiedelten Verhaltenverstöße betrachtet werden.

Die Durchsetzung von solchen aus der allgemeinen Interessenwahrungspflicht erwachsenden Verhaltensregeln kann zum einen durch eine staatliche oder in Selbstverwaltung organisierte Aufsichtsinstitution erfolgen, die die kontinuierliche Einhaltung dieser Regeln überprüft und gegen Verstöße zeitnah mittels Lizenzentzug, Bußgeldern oder ähnlichen Maßnahmen vorgehen kann, bevor den einzelnen Kunden und dem gesamten System ein größerer Schaden entstanden ist.

Privatrechtlich geht es für die einzelnen Kunden im Gegensatz regelmäßig darum, einen durch einen Verstoß gegen die Verhaltenspflichten beispielsweise durch eine fehlerhafte Beratung bereits entstandenen Schaden ersetzt zu bekommen. Zur Restitution eines Schadens bieten sich dabei zwei verschiedene Mechanismen an: Der geschädigte Kunde kann den Ersatz des Schadens zum einen durch eine traditionelle gerichtliche Klage einfordern. Dazu muss er bei einem Verstoß gegen gesetzliche Verhaltenspflichten über einen einklagbaren Anspruch verfügen. Zum anderen kann er sein Recht mittels eines alternativen Streitbeilegungsverfahrens verfolgen.

Dieser Zwitternatur der Wohlverhaltensregeln an der Grenze zwischen Aufsichts- und Privatrecht soll im Folgenden nachgegangen werden.

### I. SELBSTREGULIERUNG UND STAATLICHE REGULIERUNG

Eine erste Besonderheit im Bereich der Wohlverhaltensregeln zeigt sich bei genauerer Betrachtung der aufsichtsrechtlichen Ausgestaltung. Gerade das Wertpapier- und Versicherungsgeschäft ist traditionell eine Domäne der Selbstregulierung (*self-regulation*, *déontologie*)<sup>545</sup> durch die Finanzdienstleistungsunternehmen selbst. Das Börsenrecht beispielsweise gilt als das klassische Selbstregulierungsfeld schlechthin.<sup>546</sup> Mit dem Begriff der Selbstregulierung wird ein Konzept assoziiert, das die Regelung eines grundsätzlich als ordnungsbedürftig erkannten Sachbereichs jenem privaten Kreis überlässt, der materiell von der Regelung betroffen sein wird, weil seine Akteure in irgendeiner Weise in diesem Bereich tätig sind.<sup>547</sup> Der Inhalt der Selbstregulierung ist potenziell sehr weit und in seinen Konturen diffus, wobei es sich im Regelfall um Pflichten ethischen Verhaltens im weitesten Sinne handelt. Dabei ist eine klassische „*règle déontologique*“ per definitionem keine gesetzliche

<sup>544</sup> ALTHAUS, ICCLJ 1999, S. 125, 127.

<sup>545</sup> Zu den Schwierigkeiten der Übersetzung der französischen und englischen Terminologie ins Deutsche siehe HOPT in BRUYNEEL, S. 54, 55f.

<sup>546</sup> WIEGAND/WICHTERMANN in WIEGAND, S. 138; HOPT in BRUYNEEL, S. 61.

<sup>547</sup> WIEGAND/WICHTERMANN, S. 119, 129; ausführlich dazu allgemein und im Besonderen für die Schweiz, LANGHART, S. 93ff.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

Regelung, sondern basiert auf ethischen Grundsätzen und einer gewissen Freiwilligkeit; *déontologie* ist ein Regelkatalog, dem ein Unternehmen sich freiwillig unterwirft.<sup>548</sup> Zu unterscheiden ist zwischen Selbstregulierung innerhalb eines Unternehmens und Selbstregulierung einer ganzen Branche durch berufsständische Verbände, sogenannte Selbstregulierungsorganisationen (*self-regulatory organisations* – SRO).

### 1. UNTERNEHMENSINTERNE SELBSTREGULIERUNG

Selbstregulierung innerhalb eines Unternehmens wird insbesondere zur Erfüllung von strukturellen Organisationspflichten, die jedes einzelne Finanzdienstleistungsunternehmen zur Einführung von *compliance manuals*, *Chinese walls*, etc. verpflichten, zur Anwendung gebracht.<sup>549</sup> Im Bereich der *compliance* gibt es aufgrund der für jedes Unternehmen spezifischen Problemfelder kaum eine Alternative als eine von Staatsaufsicht stichprobenartig überprüfte unternehmensinterne Selbstregulierung.<sup>550</sup>

Aber auch die Ausdehnung von solchen internen Selbstregulierungskonzepten auf transaktionsbezogene Verhaltenspflichten wird in Erwägung gezogen. Demnach soll der Staat lediglich ein klares Rahmenregelwerk aufstellen.<sup>551</sup> Jedes Finanzdienstleistungsunternehmen soll dann die Möglichkeit haben, eigene Prozesse und Mittel zu finden, um die Grundsätze zu erfüllen. Das bedeutet, dass jedes Unternehmen sich selbst reguliert, allerdings in den vom Staat oder einer Aufsichtsbehörde gesteckten Grenzen. Wenn die Aufsichtsbehörde den gewählten Maßnahmen des Unternehmens zustimmt, kommt ein Vertrag zwischen dem Unternehmen und dem Aufsichtsinstitut zusammen. Diese Art der „Vertragsregulierung“ (*contract regulation*) soll gerade im Bereich der Wohlverhaltensregeln zur Kostenreduzierung für die Unternehmen sehr geeignet sein.<sup>552</sup> Der Vorteil dieses noch in den Kinderschuhen befindlichen Ansatzes, dessen weitere Ausprägung von der britischen Financial Services Authority angestrebt wird<sup>553</sup>, ist sicherlich, dass ein Unternehmen sich dadurch ein selbst ausgearbeitetes Pflichtenregime maßschneidern kann, das seinen besonderen internen Gegebenheiten am besten entspricht. Dies dürfte die *compliance*-Kosten in nicht insignifikantem Ausmaß verringern. Es ist allerdings fraglich, ob eine solche „Vertragsregulierung“ nicht bei der Regulierungsbehörde zu prohibitiv höheren Kosten führt. Schließlich müsste diese jedes einzelne von einer Firma eingereichte Selbstregulierungswerk auf Übereinstimmung mit den Grundsätzen überprüfen. Das dürfte erheblich größere Ressourcen in Anspruch nehmen als die traditionelle Überwachung, bei der alle Unternehmen über einen Pflichtenkamm geschoren werden.

### 2. SELBSTREGULIERUNG DURCH SELBSTREGULIERUNGSORGANISATIONEN

In der Praxis relevanter und seit Jahrzehnten vielfach etabliert ist im Bereich des Vertriebs von Finanzprodukten die Selbstregulierung durch berufsständische Organisationen, die ein umfassendes Regelwerk (*rules of conduct*, *règles de bonne conduite* oder auch *règles déontologiques* genannt) erlassen, welches das adäquate und notwendige Verhalten der Finanzdienstleister insbesondere im Umgang mit den Kunden und bei der Durchführung ihrer Geschäfte detailliert bestimmt. Konzepte dieser Art finden sich in fast allen entwickelten Industrieländern in der einen oder anderen Form, hervorgehoben seien hier nur die besonders

---

<sup>548</sup> BRUYNEEL in BRUYNEEL, S. 8.

<sup>549</sup> Dazu ausführlich § 7 III. 1. .

<sup>550</sup> WIEGAND/WICHTERMANN in WIEGAND, S. 141f.

<sup>551</sup> LLEWELLYN, S. 49.

<sup>552</sup> LLEWELLYN, *ibid.*

<sup>553</sup> FSA (REGULATOR), S. 12, 24 („*flexible and differentiated approach*“).



ausgeprägten Systeme der USA<sup>554</sup> und Großbritannien<sup>555</sup>, aber auch in Frankreich, Belgien und der Schweiz ist diese Methodik gerade im Bereich Finanzdienstleistungen seit langem etabliert.<sup>556</sup>

Vorteile dieser Art Selbstregulierung werden in der höheren Flexibilität und dem besseren Verständnis der Marktfunktionen und –bedürfnisse der betroffenen Unternehmen gesehen. Diese seien am besten geeignet, zu beurteilen, welche Regeln notwendig sind und könnten insbesondere erforderliche Änderungen am schnellsten bemerken und realisieren<sup>557</sup>, weil sie selbst ihr Geschäft am besten kennen. Da sie normalerweise auch die Kosten der Regulierung tragen, haben sie ein Interesse daran, die Kosten so gering wie möglich zu halten.<sup>558</sup> Direkte staatliche Regulierung in einer so komplexen Geschäftswelt wie der Finanzdienstleistungsbranche läuft Gefahr, schwarz von weiß mit einer Kettensäge zu trennen, obwohl aufgrund der vielen Grauschattierungen ein Skalpell erforderlich wäre.<sup>559</sup> Ökonomisch gesehen soll dies zu geringeren Erfüllungskosten (*compliance costs*) sowohl auf der Unternehmensseite als auch auf Seiten der staatlichen Verwaltung führen. Selbstregulierung findet sich häufig in Situationen, in denen ein einheitlicher Konsens über Ausmaß und Inhalt staatlicher Regulierung noch nicht gefunden werden konnte und dient in diesem Zusammenhang oft als Feigenblatt der betroffenen Unternehmen, um drohende Regulierung abzuwenden.<sup>560</sup> Als gravierendster Nachteil der Selbstregulierung gilt die Schwierigkeit der Regeldurchsetzung. Die Freiwilligkeit der Normbefolgung lädt erfüllungsunwillige Unternehmen dazu ein, die Regeln zu missachten und sich dadurch einen Wettbewerbsvorteil gegenüber den anderen normgetreuen Unternehmen zu verschaffen (*free rider*-Problematik).<sup>561</sup> Aber auch die Organisationsverbände, die Selbstregulierungsregelwerke erlassen, tendieren aufgrund ihrer Nähe und Verbindung zu den zu regulierenden Unternehmen dazu, nicht die Regeln zu erlassen, die ökonomisch wünschenswert oder vom Kundenschutz her gesehen am effizientesten sind. Noch viel weniger Interesse hat die SRO häufig daran, Verstöße gegen Verhaltenspflichten zu ahnden. Unabhängig davon sind die Sanktionsmaßnahmen, die den SROs zur Verfügung stehen, vielfach nicht sehr weitgehend und erschöpfen sich bisweilen in der Möglichkeit des Ausschlusses des Unternehmens aus der Organisation.<sup>562</sup> Entsprechend sind verschiedene

---

<sup>554</sup> Dazu siehe **Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden.**

<sup>555</sup> Ausführlich dazu siehe gleich § 11.

<sup>556</sup> Auf diese Länder soll im Rahmen dieser Untersuchung aus Platzgründen nicht näher eingegangen werden; vgl. dazu die zahlreichen Hinweise bei HOPT in BRUYNEEL, S. 54f., Fn. 1-5; für eine ausführlichere Darstellung BIGOT/LANGÉ, Bd. 2, S. 214ff., zum französischen Code Moral für *courtiers* (Versicherungsmakler) siehe auch SCHEDLBAUER, S. 166, bzw. für den Wertpapierbereich MATTOU in BRUYNEEL, S. 35, 42ff.; zu Belgien BRUYNEEL in BRUYNEEL, S. 4ff., vgl. auch den im Anhang abgedruckten Code de Conduite de l'Association Belge des Banques, S. 220ff.; zur Schweiz LANGHART, passim, und WIEGAND/WICHTERMANN in WIEGAND, S. 119, 129ff.; zu der weniger stark ausgeprägten Nutzung von Selbstregulierungskonzepten im deutschen Finanzdienstleistungsrecht siehe HOEREN, passim, insbesondere S. 363ff.

<sup>557</sup> Dazu auch NOBEL in DUFOUR/HIRSCH, S. 441, 462ff.; für die USA LOSS/SELIGMANN, S. 734f.

<sup>558</sup> FINSINGER in GRIESS, S. 51, 67; allerdings wird auch eine Vielzahl der staatlichen Regulierungsbehörden zum größten Teil oder gar gänzlich von den regulierten Unternehmen finanziert, als Beispiel seien nur die deutsche Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) oder die britische Financial Services Authority (FSA) genannt.

<sup>559</sup> Diese sehr passende Metapher gebrauchen LOSS/SELIGMANN, S. 734.

<sup>560</sup> HOPT in BRUYNEEL, S. 75.

<sup>561</sup> HOPT, *ibid.*, S. 75; in der Folge beschreibt HOPT, *ibid.*, S. 77, Selbstregulierungsmaßnahmen ohne Durchsetzungsmechanismen und Aufsicht als bloßes „*window dressing*“.

<sup>562</sup> So beispielsweise das Regelwerk des VDVM für die deutschen Versicherungsmakler; die deutsche Versicherungsvermittlerbranche ist von einem bemerkenswerten Mangel an staatlicher Präsenz geprägt, so dass hier Verstöße gegen Verhaltensregeln abgesehen vom Ausschluss aus der Berufsorganisation nicht mit weitergehenden Sanktionsmaßnahmen versehen sind; siehe neben der Satzung des VDVM mit Verhaltensregeln für Versicherungsmakler auch die Berufsregeln des BVK für Versicherungsagenten.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

Selbstregulierungsversuche, deren Durchsetzungsmechanismen als zu schwach angesehen wurden, gescheitert.<sup>563</sup>

Daher haben sich häufig Formen der Selbstregulierung durchgesetzt, in denen außerstaatliche Organisationen mit staatlicher Sanktionierung Regelbildung betreiben, die über eine bloß relative Verbindlichkeit hinausgeht.<sup>564</sup> Diese Form der Selbstregulierung ist mit dem Begriff der gesteuerten oder kontrollierten Selbstregulierung umschrieben worden. Es bestehen demnach gewisse Durchsetzungsmechanismen, die von staatlicher Seite gefördert und kontrolliert werden.<sup>565</sup> Eine regulatorische Mischung aus Rahmengesetzen und Selbstregulierungselementen ist in diesem Zusammenhang das gängige Resultat gewesen.<sup>566</sup> Dabei gibt der Staat lediglich allgemeine Prinzipien gesetzlich vor und beauftragt mit der Ausgestaltung der detaillierten Regeln bestimmte anerkannte Selbstregulierungsorganisationen, die aufgrund ihrer praktischen Expertise und ihrer Nähe zur Regulierungsmaterie dazu am ehesten geeignet sind.<sup>567</sup> Bei der Durchsetzung setzt die Partizipation des Staates wieder ein, der in Form einer die SROs überwachenden Aufsichtsbehörde die erforderlichen Sanktionen und Durchsetzungsmechanismen bereitstellt. Von staatlicher Seite ist insbesondere die Einbeziehung der potenziellen Ansprüche von geschädigten Kunden bei Verstoß gegen die Selbstverwaltungsregeln durch die Finanzdienstleistungsunternehmen zu beachten, weil die Selbstregulierungsorganisationen solche Ansprüche möglichst zu vermeiden suchen.

Gesteuerte Selbstregulierung ist bisher auf die nationale Ebene beschränkt geblieben. Allerdings ist eine Umsetzung europäischer Vorgaben in ein System der kontrollierten Selbstregulierung möglich. Gemäß Art. 289 S. 3 EGV ist jeder Mitgliedstaat in der Wahl von Form und Mitteln hinsichtlich der Umsetzung einer Richtlinie frei. Der europäische Gerichtshof hat gar festgestellt, dass nationale Regeln von Selbstverwaltungsorganisationen als staatliche Normen mit Gesetzesqualität gelten, wenn sie von Organisationen mit eigener Rechtspersönlichkeit stammen, die der staatlichen Kontrolle unterworfen sind und denen von staatlicher Seite der Erlass, die Überwachung und Sanktionierung von Wohlverhaltensregeln übertragen wurde.<sup>568</sup> Trotzdem dürfte der Rückgriff auf Selbstregulierung mit zunehmender

---

<sup>563</sup> Vgl. dazu in Deutschland für den Finanzmarktbereich den von GERKE/VON ROSEN im Mai 2001 vorgelegten Kodex für anlegergerechte Kapitalmarktkommunikation, <http://www.bankundboerse.wiso.uni-erlangen.de/Forschung/Projekte/Kodex.pdf>, der vor dem Hintergrund der vielfältigen Klagen über die mangelhaften Markteinschätzungen durch die Informationsintermediäre am Kapitalmarkt gerade vor dem Platzen der *new technology bubble* eine umfangreiche Selbstregulierung für Analysten und andere Informationsintermediäre vorsah. Nach dem Scheitern der Selbstregulierung ist ein Teil des Kodexinhalts mit dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz in § 34b WpHG verwirklicht worden.

<sup>564</sup> So für den Wertpapierbereich in den USA – dazu siehe gleich § 10 I. 1. – und in Großbritannien bis zur Erweiterung der staatlichen Regulierung in den letzten Jahren – siehe dazu § 11. Auch in Deutschland setzen sich Formen staatlich sanktionierter Selbstregulierung hingegen zunehmend durch, vgl. – aus dem Gesellschaftsrecht – den Deutsche Corporate Governance Kodex, [http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/DCG\\_K\\_D.pdf](http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/DCG_K_D.pdf), der Verhaltenspflichten für die Unternehmensführung festlegt. Eine gesetzliche Einbindung erfährt der von einer unabhängigen und mit Experten aus Wirtschaft, Wissenschaft und Verbrauchern besetzten Regierungskommission im Februar 2002 erlassene Kodex durch den neuen § 161 AktG, demzufolge von jeder börsennotierten Gesellschaft jährlich zu erklären ist, ob diesem Pflichtenkatalog entsprochen wird oder nicht – siehe dazu den einleitenden Aufsatz von BERG/STÖCKER, WM 2002, S. 1569ff.

<sup>565</sup> LANGHART, S. 107ff, 111ff.; in der Schweiz ist dies im Wertpapierbereich beispielhaft in dem Zusammenspiel von gesetzlicher Regelung der Verhaltenspflichten in Art. 11 Börsen- und Effektenhandelsgesetz, konkretisierenden Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) und Kontrolle und Vorabgenehmigung durch die Eidgenössische Bankenkommission (EBK) verwirklicht; dazu ausführlich WYSS, S. 83ff.

<sup>566</sup> MATTOU in BRUYNEEL, S. 43, spricht in diesem Zusammenhang von der hybriden Natur dieser Normen.

<sup>567</sup> So auch HOPT, *ibid.*, S. 78.

<sup>568</sup> EuGH 15.12.1993 – Rs. 292/92, Slg. 1994-I, S. 6787ff. (Hünernmund); vgl. auch BIGOT/LANGÉ, Bd. 2, S. 162.

Harmonisierung des Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen auf nationaler Ebene abnehmen, weil tiefergehende und detailliertere Harmonisierung der Regeln immer weniger Raum für nationale Selbstregulierung lassen wird.

## II. DIE ZWITTERHAFTE RECHTSNATUR DER WOHLVERHALTENSREGELN

Die bisher vorgenommene abstrakte Darstellung von ökonomischer Sinnhaftigkeit, Einteilung und Anwendungsbereich der Wohlverhaltensregeln im Finanzdienstleistungssektor ist grundsätzlich einem regulatorischen Ansatz gefolgt und hatte gesetzlich normierte Aufsichtsregeln zum Maßstab. Dies folgte zwanglos aus der Herleitung der durch die internationalen Vereinigungen der Aufsichtsbehörden beschlossenen *conduct of business principles*, die sich in Gesetzesform in europäischen Richtlinien niedergeschlagen haben. Diese besonderen europarechtlichen Verhaltensregeln für Finanzdienstleister müssen durch Gesetze oder Verordnungen in geschriebenes nationales Recht umgesetzt werden.<sup>569</sup> Die hier betrachteten transaktionsbezogenen Wohlverhaltensregeln schreiben aber gleichzeitig auch ein bestimmtes Verhalten im Rahmen einer vertragsrechtlichen Beziehung vor. Demnach ist auch eine zivilrechtliche Ausgestaltung der Normen denkbar.<sup>570</sup> Die maßgeblichen nationalen Regelwerke zu transaktionsbezogenen Wohlverhaltenspflichten inner- und außerhalb von Europa sind allerdings aufsichtsrechtlicher Natur und verpflichten primär die jeweiligen Aufsichtsinstitutionen.<sup>571</sup>

### 1. PARALLELITÄT GESCHRIEBENER UND UNGESCHRIEBENER PFLICHTEN

In diesem Zusammenhang ist es aufgrund des vertragsrechtlichen Kerns transaktionsbezogener Verhaltenspflichten nicht verwunderlich, dass in nationalen Systemen aus allgemeinen vertragsrechtlichen Sorgfaltspflichten durch die Jurisprudenz – so beispielsweise in Deutschland<sup>572</sup>, Österreich<sup>573</sup>, der Schweiz<sup>574</sup>, Frankreich<sup>575</sup> und

<sup>569</sup> Dies gilt für Richtlinien, vgl. VON DER GROEBEN/SCHWARZE, Art. 100, Rn. 24; LANGEHEINE in GRABITZ/HILF, Art. 100, Rn. 64. Differenzierend dazu KALSS, ÖBA 1995, S. 835, 841, die ausführt, dass nach der Rechtsprechung des EuGH die Umsetzung einer Richtlinie nicht notwendigerweise förmlich und ausdrücklich in einer besonderen gesetzlichen Bestimmung erfolgen muss – EuGH Slg. 1983, S. 449, Slg. 1985, S. 1661. Auch sie (a.a.O.) schränkt allerdings ein, dass ohne förmliche Umsetzung die notwendige Bestimmtheit, Klarheit, Transparenz und Vorhersehbarkeit in den seltensten Fällen gegeben sein dürfte. Die ISD verpflichtet die Mitgliedstaaten im übrigen in Art. 31 ausdrücklich, „zur Umsetzung der Richtlinie die entsprechenden Rechts- und Verwaltungsvorschriften zu erlassen“.

<sup>570</sup> Nach dem Grundsatz der Zielverbindlichkeit (Art. 249 Abs. 2 EGV) bleibt den Mitgliedstaaten „die Wahl der Form und der Mittel bei der Übertragung von Richtlinien in nationales Recht überlassen“ – SCHWARK/SCHWARK, KMRK, vor § 31 WpHG, Rn. 6; WIENEKE, S. 71. So beispielsweise § 15 des österreichischen Wertpapieraufsichtsgesetzes (WAG) in Umsetzung der ISD, der Privatkunden bei einem Verstoß von Wertpapierdienstleistern bzw. Versicherungsmaklern gegen die aufgrund der Interessenwahrungspflicht bestehenden Informationspflichten einen Schadensersatzanspruch einräumt. Unabhängig von der Umsetzung europarechtlicher Vorgaben finden sich weitere zivilgesetzliche Regelungen zu Informationspflichten z.B. in § 28 i.V.m. § 3 Abs. 4 des österreichischen Maklergesetzes (MakIG) – genauer dazu HAGHOFER/MAYER, ÖBA 1997, S. 583, 585 – oder der vom deutschen Bundesrat eingebrachte Gesetzesvorschlag zur Regelung von Versicherungsvermittlern (BR-Drucksache 517/97 vom 09.07.1997), der in Art. 4 die Einführung eines neuen §48a des Versicherungsvertragsgesetzes (VVG) mit rein zivilrechtlichen Informationspflichten vorsah, dazu ausführlich BRANDT, ZRP 1998, S. 179ff.; KIENINGER, VersR 1998, S. 5ff.

<sup>571</sup> Für die USA und Großbritannien siehe dazu gleich **Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden.** und § 11; diese Aussage gilt im übrigen auch für das österreichische Wertpapieraufsichtsgesetz.

<sup>572</sup> Zur umfangreichen Zivilrechtsprechung bezüglich Informations- und Beratungspflichten in Deutschland vgl. für den Wertpapierbereich: das Grundsatzurteil des BGH v. 06.07.1993, NJW 1993, S. 2433ff. (Bond) zum Umfang der im Rahmen eines Beratungsvertrags bestehenden Beratungspflicht (Stichwort: anleger- und

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

Großbritannien<sup>576</sup> – ungeschriebene Verhaltensmaßstäbe entwickelt worden sind. Einen Schaden, der dem Kunden aufgrund eines gegen diese Verhaltensmaßstäbe verstoßenden Verhaltens seitens des Finanzdienstleisters entstanden ist, kann er wegen Verletzung der vertraglichen Pflichten demnach auf zivilrechtlichem Wege einklagen.<sup>577</sup> Auf diese ungeschriebenen vertragsrechtlichen Verhaltensmaßstäbe finden die bisher gewonnenen, abstrakten Erkenntnisse gleichermaßen Anwendung; schließlich bestätigen die aus allgemeinem Vertragsrecht entwickelten spezifischen Verhaltensmaßstäbe aus der unabhängigen Sichtweise der Jurisprudenz die ökonomische Notwendigkeit und rechtliche Billigkeit von besonderen Verhaltensregeln für Wertpapier- und Versicherungsdienstleister, unabhängig davon, ob diese nun aufsichtsrechtlicher oder privatrechtlicher Natur sind.

Insofern ergibt sich auf nationaler Ebene häufig eine doppelte Einfassung der Verhaltenspflichten für Finanzdienstleistungsunternehmen, zum einen durch gesetzliche, regulatorische Regeln und zum anderen durch gewachsene Rechtsprechung der Gerichte in Streitigkeiten über das Verhalten von Finanzdienstleistern im Rahmen ihrer vertraglichen Beziehungen zum Kunden.<sup>578</sup> Dieses doppelte Erscheinungsbild der Wohlverhaltensregeln als Gesamtschau ungeschriebener Jurisprudenz zur Regelung von Vertragsbeziehungen auf der einen Seite und als gesetzliches Regulierungsinstrument in einem stark aufsichtsrechtlich geprägten Rechtsgebiet auf der anderen<sup>579</sup> ruft naturgemäß Fragen bezüglich der Verzahnung und Verbindung der beiden Systeme auf.

Im Rahmen dieses Spannungsverhältnisses ist zu unterscheiden zwischen den Ländern mit einem *common law system* und solchen mit einem *civil law system*. Da das angloamerikanische Recht keine Unterscheidung zwischen öffentlichem und Privatrecht kennt, wird dort der Konflikt im Zusammenspiel zwischen Regulierung durch staatliche oder im Rahmen der Selbstverwaltung erlassene, jedenfalls geschriebene Normen und dem ungeschriebenen *common law* gesehen. In Großbritannien beispielsweise hat die Koexistenz von *fiduciary duties* des *common law* und geschriebenen *regulatory duties* Probleme aufgeworfen, mit denen sich selbst die renommierte *Law Commission*<sup>580</sup> beschäftigt hat.<sup>581</sup> Die Verbindung der beiden Bereiche wird sowohl in Amerika als auch in Großbritannien

---

objektgerechte Beratung) sowie die ausführlichen Monographien von LANGE, passim, oder BRANDT, S. 78-174, speziell im Hinblick auf zivilrechtliche Haftung BUHK, passim, insbesondere S. 28ff.; für den Versicherungssektor RÖMER, passim, WERBER, ZVersWiss 1994, S. 321ff., die beiden Bereiche vergleichend KIENINGER, AcP 1999, S. 190ff.

<sup>573</sup> WELSER, *ecolex* 1995, S. 79, 81; TUTSCH, *ecolex* 1995, S. 84ff., die insbesondere die erheblichen Auswirkungen des Bond-Urteils auf die Konkretisierung der allgemeinen vertraglichen Sorgfaltspflichten bei der Anlageberatung in Österreich betonen.

<sup>574</sup> Für den Wertpapierbereich ausführlich WYSS, S. 139-250, m.w.N.

<sup>575</sup> Für das Wertpapiergeschäft siehe LEBORGNE, *RTD com.* 1995, S. 261ff., zum Versicherungssektor BIGOT/LANGÉ, Bd. 2, S. 207ff. und LAMBERT-FAIVRE, S. 114ff., m.w.N.

<sup>576</sup> Für Kapitalanlagegeschäfte PAGE/FERGUSON, S. 15ff., die die Duplizierung von *common law* durch die *conduct of business rules* kommentieren; für Versicherungsgeschäfte BIRDS/HIRD, S. 173-193, mit umfangreichen Rechtsprechungsnachweisen.

<sup>577</sup> Zur Koexistenz und Verflechtung von regulatorischen Normen und *common law* im amerikanischen Kapitalmarktrecht siehe gleich § 10 II.

<sup>578</sup> Dies sieht auch ASSMANN/SCHÜTZE/ASSMANN (1. AUFL.), § 1 Rn. 36; WOOD in GOODE, S. 59, 68 spricht von einer „*double layer of law: the codes themselves and, behind these, the brooding presence of the law relating to fiduciaries*“.

<sup>579</sup> REIFNER in GRUNDMANN (SYSTEMBILDUNG), S. 577, 580.

<sup>580</sup> Die *Law Commission* ist ein unabhängiges juristisches Gremium, das 1965 vom britischen Parlament gegründet wurde, um das Recht Großbritanniens einer ständigen Beobachtung zu unterziehen und gegebenenfalls Reformvorschläge zu unterbreiten, denen aufgrund der im Lauf der Jahre erworbenen Reputation der *Commission* ein gewisses Gewicht bei der Rechtsfortbildung in Großbritannien zukommt.

<sup>581</sup> THE LAW COMMISSION, *Fiduciary Duties and Regulatory Rules – Consultation Paper No. 124*; für die USA vgl. die Ausführungen von BLIESENER, S. 63ff., zum Ineinandergreifen von Aufsichtsrecht und *common law*.

durch sogenannte *private rights of action* gewährleistet, die unter gewissen Voraussetzungen bei Verstoß gegen regulatorische Verhaltenspflichten neben den aufsichtsrechtlichen Sanktionsmöglichkeiten seitens der Aufsichtsbehörde auch dem geschädigten Kunden ein eigenes Klagerecht einräumen.

In verschiedenen kontinentaleuropäischen Ländern hat sich zu transaktionsbezogenen Verhaltenspflichten von Finanzdienstleistern ein umfassender Korpus an Zivilrechtsprechung aus allgemeinen Schuldrechtsprinzipien entwickelt, während die spätere gesetzliche Normierung europäischen (und internationalen) Vorgaben folgte.

Häufig ist in Anbetracht der gewachsenen und gefestigten Zivilrechtsprechung die Notwendigkeit aufsichtsrechtlicher Regeln als unnötige Regelungsduplizierung in Frage gestellt worden<sup>582</sup>; es sei nicht ersichtlich, welchen Zweck die zusätzliche aufsichtsrechtliche Regulierung habe. Im Übrigen biete der Wettbewerb genügend Gewähr für die Einhaltung der Verhaltensregeln.<sup>583</sup>

Insbesondere im Wertpapier-, aber auch im Versicherungsbereich, erfolgte die gesetzliche Normierung mittels aufsichtsrechtlicher Regeln, deren Einhaltung die nationalen Aufsichtsbehörden überwachen.<sup>584</sup> Den geschädigten Kunden wurde aber vielfach eine den angloamerikanischen Regelungen entsprechende besondere zivilrechtliche Anspruchsgrundlage wegen Verstoßes gegen diese gesetzlich normierten Verhaltenspflichten nicht eingeräumt. Dies führte zu heftigen rechtstheoretischen Diskussionen darüber, inwieweit diese gesetzlich normierten, dem öffentlich-rechtlichen Aufsichtsrecht angehörenden Wohlverhaltensregeln die zivilrechtlich bestehenden ungeschriebenen Verhaltensmaßstäbe beeinflussen.<sup>585</sup>

## 2. ZIVILRECHT ODER AUFSICHTSRECHT

Für die Regulierung von Verhaltensregeln auf europäischer Ebene stellt sich zwar nicht die Problematik der Verbindung zwischen geschriebenem und ungeschriebenem Recht.<sup>586</sup> Die genaue Art und Weise der Umsetzung in den Mitgliedstaaten ist jedoch gerade bei Richtlinien im Regelfall den Mitgliedstaaten überlassen. Dies bedeutet, dass in der einzelstaatlichen Umsetzung eine gesetzliche Normierung vom Europarecht vorgeschrieben ist, aber keine Vorgabe dahingehend bestehen muss, ob diese Normierung zwingend rein aufsichtsrechtlich oder privatrechtlich ausgestaltet sein muss.<sup>587</sup> Dies ist für die europäischen

---

<sup>582</sup> LANGHARDT, S. 350, geht aufgrund dieser Duplizierung für die Schweiz gar davon aus, dass die aufsichtsrechtliche Normierung keine eigenständige Bedeutung habe, sondern lediglich einen objektiven Maßstab liefere, an dem die Erfüllung der sich aus dem Auftragsrecht ergebenden Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten zu messen sei.

<sup>583</sup> Gerade in der Schweiz, in der über die umfangreichen Diskussionen bei Einführung des BEHG und des die Wohlverhaltenspflichten normierenden Art. 11 BEHG Anfang der 90er Jahre viele Quellen verfügbar sind, sind solche Anmerkungen von verschiedener Seite laut geworden – BLATTNER in HERTIG/HERTIG-PELLI, S. 45f., 69f.; STEINER *ibid.*, S. 48; NOBEL *ibid.*, S. 53; KLEINER *ibid.* S.54; MATTHEY in THÉVENOZ, S. 47; insbesondere ZULAUF in THÉVENOZ, S. 25ff. (*“De vieilles recettes mises au goût du jour?”*); eine gewisse Skepsis äußert auch KÖNDGEN in FERRARINI, S. 115, 117.

<sup>584</sup> Vgl. dazu nur für Deutschland §§ 31ff. WpHG und § 10a VAG.

<sup>585</sup> Diese Kontroverse ist insbesondere in Deutschland und der Schweiz ausgetragen worden, während beispielsweise in Österreich die Kunden ähnlich wie im angloamerikanischen Recht unter bestimmten Voraussetzungen ein eigenes gesetzliches Klagerecht ausüben können, siehe dazu HAGHOFER/MAYER, ÖBA 1997, S. 583ff.; KALSS, ÖBA 1995, S. 835ff.; zur Rechtsnatur der Verhaltensregeln der §§ 31ff. WpHG in Deutschland und dem Verhältnis zwischen Aufsichts- und Privatrecht ausführlich BLIESENER, S. 102ff, 140ff. m.w.N.

<sup>586</sup> Siehe oben Fn. 569.

<sup>587</sup> Nach Art. 249 S. 3 EGV ist nur die Umsetzung des Ziels einer Richtlinie für jeden Mitgliedstaat verbindlich, während die Wahl der Form und Mittel den innerstaatlichen Stellen überlassen bleibt.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

Wohlverhaltensregeln der ISD im Wertpapierbereich anerkannt<sup>588</sup> und gilt auch für die Informationspflichten im Versicherungssektor.<sup>589</sup>

Die rechtssystematische Einordnung der Verhaltenspflichten als solche hat für die Untersuchung europäischer Verhaltensregeln zwar keinen eigenständigen Erkenntniswert<sup>590</sup>; eine heftige Diskussion über die Einordnung mag gar kontraproduktive Wirkung haben und an den wirklichen Rechtsproblemen vorbeigehen.<sup>591</sup> Diese Beurteilung berücksichtigt aber nicht, dass die nationalen oder europäischen Mechanismen zur Lösung der Problematik von Informationsasymmetrie mit einer adäquaten Durchsetzung stehen und fallen.<sup>592</sup> Für die Möglichkeiten der Durchsetzung ist die Rechtsnatur der Verhaltenspflichten aber maßgeblich. Damit ist eine Auflösung des Spannungsfeldes zwischen öffentlichem und Privatrecht<sup>593</sup> auch essentiell für die Wirksamkeit und das Erreichen der regulatorischen Zielsetzungen.

In diesem Zusammenhang erscheint ein kurzer Blick auf die Vor- und Nachteile der Durchsetzungsmechanismen des Aufsichts- und Privatrechts angebracht.<sup>594</sup>

Einen deutlichen Vorteil haben aufsichtsrechtliche Durchsetzungsmechanismen immer dann, wenn Fehlverhalten durch Überwachung präventiv vermieden werden kann und die dadurch anfallenden Aufsichtskosten in der wirtschaftlichen Gesamtschau kleiner sind als die Schäden, die ohne Überwachung entstünden. Die Wohlverhaltensregeln folgen zwar abstrakt einem präventiven Schutzzweck, weil sie die Ausrichtung künftigen Verhaltens im Visier haben.<sup>595</sup> Die Aufsichtsbehörde kann aber bei der Überwachung der Einhaltung der transaktionsbezogenen Wohlverhaltenspflichten praktisch nur eingeschränkt tätig werden, weil sie auf die massive Mitwirkung der Kunden angewiesen ist: Eine Überwachung aller Transaktionen durch die Aufsichtsbehörde ist aufgrund der schieren Menge unmöglich, so dass sie lediglich Stichproben erheben kann und darüber hinaus im Regelfall erst auf Beschwerden der Kunden aktiv wird. Demnach greift eine aufsichtsbehördliche Durchsetzung der Pflichten ebenso wie die zivilrechtliche erst dann ein, wenn ein Verstoß gegen die Verhaltenspflichten schon eingetreten ist.<sup>596</sup>

### a) PRO ZIVILRECHT

---

<sup>588</sup> Dazu siehe BLIESENER, S. 110 m.w.N.; ebenso auch HOPT in BRUYNEEL, S. 53, 65.

<sup>589</sup> REICHERT-FACILIDES, VW 1994, S. 561f., zu den Informationspflichten der Versicherungsgesellschaften nach Art. 31 der Richtlinie 92/96 EWG des Rates vom 10. November 1992 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften für die Direktversicherung (Lebensversicherung), ABl. EG 1992 L 228/1, und Art. 31 der Richtlinie 92/49 EWG des Rates vom 18. Juni 1992 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften für die Direktversicherung (mit Ausnahme der Lebensversicherung), ABl. EG 1992 L 360/1.

<sup>590</sup> Laut BLIESENER, S. 102, soll dies gar für das nationale deutsche Recht gelten.

<sup>591</sup> So HOPT (KAPITALANLEGERSCHUTZ), S. 337.

<sup>592</sup> HOPT in FS HEINSIUS, S. 289, 321.

<sup>593</sup> Ausführlich zur Theorie der Doppelnatur für die Schweiz WIEGAND, passim; insbesondere zu den Wohlverhaltensregeln WIEGAND/WICHTERMANN in WIEGAND, S. 119, 146; für Deutschland nunmehr LEISCH, S. 44ff.; ausführlich zu den Wohlverhaltensregeln, S. 68ff. LEISCH bezeichnet § 31 WpHG im Ergebnis als „bivalente Norm“ (S. 94).

<sup>594</sup> POSNER, S. 401, beschreibt diese Alternativen für das amerikanische Recht als eine Wahl „between two methods of public control – the common law system of privately enforced rights and the administrative system of direct public control“.

<sup>595</sup> Zum präventiven Schutzzweck von Informationspflichten BREIDENBACH, S. 12f.

<sup>596</sup> So auch die Eigeneinschätzung der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), vgl. BaWe Jahresbericht 2001, S. 14: „Anlegerbeschwerden sind eine wichtige Erkenntnisquelle im Hinblick auf mögliche Missstände bei Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Beschwerden sind Anlass zu überprüfen, ob ein Unternehmen gegen die Verhaltenspflichten verstoßen hat und ob aufsichtsrechtliche Maßnahmen zu ergreifen sind.“; zu den Problemen allein repressiver Rechtsdurchsetzung siehe NIKOLAUS, S. 86f.

Als Vorteil des zivilrechtlichen Haftungsrechts gegenüber öffentlich-rechtlichen aufsichtsrechtlichen oder strafrechtlichen Maßnahmen wird die unbürokratische Behandlung gesehen. Man benötigt keine aufwendige Aufsichtsbürokratie, sondern aktiviert das Eigeninteresse der Betroffenen, die die ihnen entstandenen Schäden ersetzt bekommen wollen.<sup>597</sup> Selbst ohne Anwendung einer genauen *cost-benefit*-Analyse ist evident, dass die *direct regulation* mittels Aufsicht aufgrund ihres stetigen und dauerhaften Charakters erhebliche Mehrkosten im Vergleich zu einer zivilrechtlichen Regelung verursacht, weil die zivilrechtlichen Verfolgungsmechanismen lediglich dann eingreifen, wenn einer Person ein Schaden entstanden ist. Die Drohung mit den Kompensationsforderungen der geschädigten Kunden dient somit als Anreiz für die Finanzdienstleister, die Verhaltenspflichten zu befolgen. Als zusätzlicher Schutzmechanismus für den Kunden wird dabei häufig eine Beweislastumkehr für die Frage der Einhaltung der Interessenwahrungspflicht analog der Entwicklung im Arztrecht in Betracht gezogen, was den Druck auf die Finanzdienstleister, sich normtreu zu verhalten, nochmals erhöhen dürfte.<sup>598</sup> Des Weiteren spricht für eine zivilrechtliche Regelung, dass öffentlich-rechtliche Vorschriften als zwingendes Recht gelten, während zivilrechtliche Regeln grundsätzlich dispositiver Natur sind und rechtsgeschäftlich abbedungen werden können, so dass eine aufsichtsrechtliche Regelung des Verhaltens per se stärker in die grundsätzlich bestehende Privatautonomie eingreift. Die Vielfalt der möglichen Produkte und Transaktionskonstellationen bedarf einer Überprüfungsmöglichkeit jedes Einzelfalls, die in der letzten Konsequenz von der Aufsichtsbehörde nicht geleistet werden kann, weil ihr die Ressourcen fehlen.

Eine Lösung allein durch ungeschriebene zivilrechtliche Regeln aus dem Vertrag birgt allerdings gravierende Nachteile. Denn dadurch könnten sich in einem anerkanntermaßen äußerst sensiblen Bereich keine einheitlichen Maßstäbe und Bemessungskriterien herausbilden, es würde vielmehr ein diffuses Fallrecht herrschen. Diese Situation ist auch zum Schutz der Finanzdienstleister zu vermeiden. Wenn ihnen aufgrund der für Finanzdienstleistungsgeschäfte erforderlichen allgemeinen Interessenwahrungspflicht besondere Verhaltenspflichten auferlegt werden, die ihre Privatautonomie einschränken, sollte aus Gründen der Rechtssicherheit zumindest ein prinzipielles Regelwerk bestehen, das diesbezüglich klare und eindeutige Grundsätze statuiert.<sup>599</sup> Dies kann aber auch durch einen gesetzlichen Verhaltenskodex spezieller zivilrechtlicher Verhaltenspflichten geschehen, der einen Grundstandard setzt, der dann von der Rechtsprechung einzelfallspezifisch ausgelegt werden kann.<sup>600</sup>

<sup>597</sup> ARENDTS, Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler 1995, S. 165, 170; ebenso im Kern POSNER, S. 401.

<sup>598</sup> KIENINGER, AcP 1999, S. 190, 246f.; dies., VersR 1998, S. 5, 12; für Informationspflichten der Versicherungsgesellschaften RÖMER, S. 35ff.; allgemein GRUNDMANN (TREUHANDVERTRAG), S. 244ff.; ausführlich zu der essentiellen Frage der Beweislastverteilung bei der Verletzung von Aufklärungs- und Beratungspflichten, siehe LANG, WM 2000, S. 450ff, insbesondere S. 458ff. Auf europäischer Ebene wird eine solche Beweislastumkehr durch Art. 15 S. 1 der Richtlinie über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen vorgeschlagen – siehe dazu ausführlich § 12 II. 3. a). Vgl. auch die durch das 4. FMFG im § 37d Abs. 4 S. 2 des deutschen WpHG verankerte Beweislastumkehr bei Verstößen gegen bestimmte Informationspflichten im Rahmen von Finanztermingeschäften. Desgleichen war eine Umkehr der Beweislast bezüglich des Kausalzusammenhangs zwischen Beratungspflichtverletzung und Schaden im gescheiterten Gesetzesentwurf des Bundesrates zur Regulierung von Versicherungsvermittlern (Art. 4 der BR-Dr. 517/97 mit Regelung der Beweislastumkehr in einem § 48a Abs. 4 VVG n.F.) vorgesehen. RÖSSNER/ARENDTS, WM 1996, S. 1517, 1526f., nehmen Stellung zur Darlegungs- und Beweislast bei Verfahren wegen *churning*. Zu der ebenfalls mit den typischen Beweisnöten des Kunden verbundenen Dokumentationspflicht vgl. § 7 III. 2. b).

<sup>599</sup> Vgl. PAGE/FERGUSON, S. 17.

<sup>600</sup> Entsprechende besondere gesetzliche Regeln des Zivilrechts sind insbesondere auf europäischer Ebene Legion, vgl. nur die umfassende Monographie von GRUNDMANN zum Europäischen Schuldvertragsrecht. Als Beispiel für die zivilrechtliche Ausgestaltung von Verhaltensregeln in Deutschland sei hier nur der im Jahre 1997 gescheiterte Gesetzesentwurf des Bundesrats zu Versicherungsvermittlern genannt – BR-Drucksache

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

### b) PRO AUFSICHTSRECHT

Soweit spricht vieles dagegen, den Schutz privater Investoreninteressen und die Wahrung der Geschäftsmoral einer Aufsichtsbehörde zu übertragen<sup>601</sup> und einiges für einen gesetzlichen zivilrechtlichen Mindeststandard an besonderen Verhaltenspflichten im Finanzdienstleistungsbereich. Für eine (zusätzliche) aufsichtsrechtliche Regelung lässt sich aber zunächst anführen, dass das Vorgehen einzelner Anleger zwangsläufig unkoordiniert verläuft, so dass zumindest eine Unterstützung durch aufsichtsrechtliche Maßnahmen notwendig ist.<sup>602</sup>

Dies wird auch durch die Apologeten der ökonomischen Analyse des Rechts gestützt. Demnach soll eine aufsichtsrechtliche Lösung dann neben die zivilrechtliche treten, wenn diese nicht genügend Anreize bietet, effizientes Verhalten zu generieren.<sup>603</sup> Eine rein zivilrechtliche Regelung kann in Anbetracht des Charakters der Finanzdienstleistungen als *experience* oder *credence goods* nicht ausreichend Ansporn zur Einhaltung der Wohlverhaltenspflichten bieten. Die typische Intransparenz und Informationsasymmetrie im Rahmen des Finanzdienstleistungsgeschäfts führt dazu, dass der Kunde selbst nicht beurteilen kann, ob der Finanzdienstleister alle Verhaltensregeln eingehalten hat. Es besteht vielmehr das Risiko, dass der Finanzdienstleister um seines eigenen Vorteils willen bewusst gegen Verhaltensregeln verstößt, da er davon ausgehen kann, dass der Kunde diesen Verstoß nicht bemerken wird. Aufgrund dieser Intransparenz kann die rein zivilrechtliche Durchsetzung der Verhaltenspflichten in der Praxis zu einem stumpfes Schwert werden.<sup>604</sup>

Unabhängig davon, ob der Kunde das fehlerhafte Verhalten des Finanzdienstleisters bemerkt oder nicht, resultiert nicht jedes Fehlverhalten in einem zivilrechtlich einklagbaren Schaden des Kunden, weil beispielsweise die Aktie, bei deren Empfehlung der Finanzdienstleister seine Verbindung zum Emittenten nicht offengelegt hatte, steigt und der Kunde dadurch einen Gewinn macht. Der Kunde kann in einem solchen Zusammenhang weder einen Schaden wegen falscher Beratung vorweisen noch hat er überhaupt ein Interesse an einer Verfolgung des Verstoßes, auch wenn er mit einer anderen Aktie vielleicht noch mehr Gewinn hätte

---

517/97 vom 09.07.1997. Demnach sollten Versicherungsvermittler gemäß eines neuen § 48a Abs. 1 Versicherungsvertragsgesetzes (VVG) dazu verpflichtet werden,

(1) dem Kunden alle zweckdienlichen Informationen mitzuteilen, soweit dies zur Wahrung der Interessen des Kunden und im Hinblick auf Art und Umfang des von diesem angestrebten Versicherungsschutzes erforderlich ist,

(2) einen nach den Umständen des Einzelfalls bedarfsgerechten Versicherungsschutz anzubieten und dazu eine sachgerechte Risikoanalyse und ein angemessenes Deckungskonzept zu erstellen und

(3) den Kunden mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit aufzuklären und zu beraten, wenn eine Aufklärungs- und Beratungspflicht vertraglich besteht oder eine Aufklärung und Beratung nach den Umständen des Einzelfalls erkennbar notwendig ist.

Nach HAGENA in BASEDOW (BERATUNG), S. 35, 53, ging diese Regelung im Wesentlichen unter drei Gesichtspunkten über die geltende Rechtsprechung in Deutschland hinaus: i) Diese Verhaltenspflichten sollten unabhängig von vertraglichen Verpflichtungen auch den abhängigen Versicherungsvertreter treffen, obwohl dieser grundsätzlich Interessenvertreter des Versicherungsunternehmens ist; ii) Als Ausgleich dafür, dass die Einhaltung der Pflichten nicht aufsichtsrechtlich staatlicherseits überwacht werden sollte, war eine Umkehr der Beweislast für diese gesetzlichen Informationspflichten vorgesehen; iii) Bei einer Verletzung der Verhaltenspflichten sollten Versicherungsvermittler – abhängig oder unabhängig – selbst zum Schadensersatz verpflichtet sein. Bei der Frage der Ausgestaltung als zivilrechtliche oder öffentlich-rechtliche Pflichten war laut HAGENA, *ibid.*, S. 56, ausschlaggebend, dass eine staatliche Überwachung Aufzeichnungspflichten erforderlich gemacht hätte, auf die aus Rücksicht auf die allgemeinen Deregulierungsbemühungen verzichtet werden sollte.

<sup>601</sup> So auch BÖTTGER, WM 1988, Sonderbeilage 5, S. 16.

<sup>602</sup> ARENDTS, a.a.O.

<sup>603</sup> POSNER, S. 402.

<sup>604</sup> So auch PAGE/FERGUSON, S. 16.



erzielen können. Die Verhaltenspflichten dienen aber unabhängig davon, ob dadurch im Einzelfall tatsächlich ein individueller Schaden entsteht, als Mittel zur Abmilderung der ökonomisch unvorteilhaften strukturellen Informationsasymmetrie.<sup>605</sup>

Eine rein zivilrechtliche Sanktionierung vermag auch nur dann effektiv zu wirken, wenn die Kunden bereit sind, zivilrechtliche Ansprüche konsequent gerichtlich durchzusetzen. Viele Kunden werden aber das mitunter beträchtliche Prozessrisiko, das mit einem unter Umständen über Jahre andauernden Gerichtsverfahren mit ungewissem Ausgang verbunden ist, scheuen.<sup>606</sup> Die langwierige Dauer einer rein zivilrechtlichen Durchsetzung schließlich verhindert, dass rasch und unmittelbar gegen das rechtswidrige Verhalten eingeschritten werden kann. Wenn ein Finanzdienstleister kontinuierlich gegen der ökonomischen Effizienz dienende Verhaltensregeln verstößt, ist daher ein Eingriff der Aufsichtsbehörde notwendig, um von vornherein zu verhindern, dass noch mehr Kunden Schaden davontragen. Nur so können weitere Kunden präventiv vor unseriösem oder unqualifiziertem Verhalten geschützt werden.<sup>607</sup> Eine Stichproben durchführende und Kundenbeschwerden nachgehende Aufsichtsbehörde, die bei Verletzung der Verhaltenspflichten das Recht hat, Bußen und weitergehende Sanktionen zu verhängen, kann daher das Risiko des nicht regelgetreuen Verhaltens von Finanzdienstleistern erheblich weiter reduzieren als eine bloß zivilrechtliche Lösung. Insbesondere bei dauerhaften Verstößen kann ihre Tätigkeit präventive Wirkungen entfalten, die von der kurativ ausgerichteten zivilrechtlichen Lösung nicht erreicht werden können.

Hinzu kommt, dass bei einem im ständigen Fluss befindlichen Wirtschaftssektor wie dem Finanzmarkt die Flexibilität im Umgang mit Innovationen oder veränderten Marktgegebenheiten ein wichtiger Faktor ist. Gesetzliche zivilrechtliche Verhaltenspflichten haben aber den Nachteil, dass sie nur durch ein langwieriges Gesetzgebungsverfahren abgeändert werden können. Erheblich flexibler ist die aufsichtsrechtliche Regulierung, die bei gesetzlicher Regelung der Prinzipien die detaillierte Regelsetzung aufsichtsbehördlichen Richtlinien überlässt. Die Aufsichtsbehörde kann bei neuen regulierungsbedürftigen Phänomenen zeitnah reagieren und so den Kunden einen möglichst schnell wirksamen Schutz verschaffen.<sup>608</sup>

Der nichtdispositive Charakter aufsichtsrechtlicher Regeln kann auch als Vorteil gesehen werden, weil so ein gewisser Mindestkundenschutz festgeschrieben werden kann, der auch durch vertragliche Vereinbarungen nicht unterschritten werden kann.<sup>609</sup>

### c) AUFLÖSUNG

Um die weitest gehende Einhaltung der Verhaltenspflichten zu garantieren, ist demnach zusätzlich zur zivilrechtlichen Durchsetzung auch eine aufsichtsrechtliche Überwachung mit

<sup>605</sup> Hier zeigt sich das funktionsschützende Element der Verhaltenspflichten, dazu mehr siehe § 2 II. 3. c) .

<sup>606</sup> BRANDT, ZRP 1998, S. 179, 182; zum unsicheren Ausgang von Anlegerschutzprozessen vgl. auch die Ausführungen von BROST/ROHWETTER, *Wir alle – finanzielle Analphabeten*, Die Zeit, 45/2002, Wirtschaftsteil; die unzureichende Verfolgung der eigenen Ansprüche durch private Anleger vor Gericht wird insbesondere in Großbritannien immer wieder als Begründung für eine umfassende staatliche Aufsicht herangezogen, siehe dazu PAGE/FERGUSON, S. 172f.

<sup>607</sup> So auch BRANDT, ZRP 1998, S. 179, 182.

<sup>608</sup> Als Beispiel sei die Richtlinie der deutschen Bundesanstalt für Finanzmarktaufsicht (BaFin) gemäß § 35 Abs. 6 WpHG zur Konkretisierung der Verhaltenspflichten der §§ 31f. WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen vom 23. August 2001 (Bundesanzeiger Nr. 165 vom 4. September 2001, S. 19, 217) genannt, in dem die Probleme des Day-Trading umfassende Berücksichtigung fanden – dazu die Pressemitteilung der BaFin (damals Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel – BaWe) vom 04.09.2001; ausführlich zu den Richtlinien von BaWe und BaFin für den Bereich der Wohlverhaltensregeln BIRNBAUM in FS KÜMPEL, S. 49, 50ff.

<sup>609</sup> Ebenso PAGE/FERGUSON, S. 17.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

entsprechenden Durchsetzungsmöglichkeiten wie Bußgeldern, Lizenzentzug etc. notwendig.<sup>610</sup> Ein die zivilrechtliche Durchsetzung komplementierender aufsichtsrechtlicher Überprüfungsmechanismus führt zum markteffizientesten Resultat.<sup>611</sup> Allerdings ist darauf zu achten, dass die zivilrechtlichen und die aufsichtsrechtlichen Normen aufeinander abgestimmt sind, um unterschiedliche Auslegungen zu vermeiden. Wenn sowohl zivilrechtliches Haftungssystem als auch detaillierte aufsichtsrechtliche Regelungen zur umfassenden Bewältigung der Informationsasymmetrie vonnöten sind, dürfen sich die beiden Regelungssysteme nicht ausschließen, sondern müssen sich sinnvollerweise ergänzen und entsprechend miteinander verbunden sein. Diese Verbindung wird in Ermangelung einer ausdrücklichen Norm häufig dadurch künstlich hergestellt, dass die primär aufsichtsrechtlichen Verhaltenspflichten auch zivilrechtliche Wirkungen entfalten sollen. In der Schweiz ist diese Doppelnatur unstrittig<sup>612</sup>, während diese Rechtsfigur in Deutschland nicht in der gleichen Weise anerkannt ist.<sup>613</sup> Herrschende Ansicht ist hier wohl, dass die aufsichtsrechtlichen Pflichten jedenfalls auf die privatrechtlichen Vertragsbeziehungen ausstrahlen.<sup>614</sup> Auch in Spanien werden die auf europarechtliche Vorgaben hin eingeführten Verhaltensregeln (*“normas de conducta”*) eindeutig als öffentlich-rechtliche Vorschriften gesehen, die allenfalls eine Ausstrahlungswirkung auf die privatrechtlichen Vorschriften des Gutgläubensschutzes haben könnten, ansonsten den privaten Wertpapierdienstleistungsvertrag zwischen Kunde und Dienstleister aber nicht berühren sollen.<sup>615</sup>

Eine solche mangelhafte Vernetzung von aufsichts- und zivilrechtlichem System kann zu unvereinbar unterschiedlichen Rechtsansichten zwischen Zivilrechtsprechung und Aufsichtspraxis und somit zu einem Dualismus der Rechtspflichten führen, der für die betroffenen Finanzdienstleister nicht wünschenswert ist und aus der Perspektive der

---

<sup>610</sup> Zu den verschiedenen Möglichkeiten der Durchsetzung der Wohlverhaltenspflichten aus §§ 31ff. WpHG in Deutschland siehe die umfangreiche Monographie von NIKOLAUS, der zwischen unmittelbarer Repressivdurchsetzung durch die Aufsicht (BaFin) und mittelbarer Repressivdurchsetzung über zivilrechtliche Haftung und Marktwettbewerb unterscheidet. Die Frage, ob die §§ 31ff. WpHG vertragsrechtliche oder aufsichtsrechtliche Normen sind, ist weiterhin umstritten, wenn auch die herrschende Meinung eine aufsichtsrechtliche Natur annimmt (statt aller KOLLER in ASSMANN/SCHNEIDER, vor § 31, Rn. 17; für die Gegenmeinung GRUNDMANN in EBENROTH/BOUJONG, WpHG § 31, Rn. VI 184).

<sup>611</sup> Ebenso RÖMER, VersR 1998, S. 1313, 1322, der die Überwachung der Einhaltung von Verhaltenspflichten im Versicherungsgeschäft als Aufgabe sowohl der Versicherungsaufsicht als auch der Gerichte ansieht.

<sup>612</sup> Siehe GRUMBACHER, S. 11, BERGER, S. 100ff.; ZULAUF in THÉVENOZ, S. 37ff.; WATTER in ZOBL, S. 67, 91; WYSS, S. 49ff. m.w.N.

<sup>613</sup> Obwohl auch sie Erwähnung findet, siehe SCHWINTOWSKI, VuR 1997, S. 83, 85, für Verhaltenspflichten im Wertpapiergeschäft und BK-SCHWINTOWSKI, § 5a VVG, Rn. 9f. für Informationspflichten im Versicherungsgeschäft. Möglicherweise wird die Theorie der Doppelnatur der Wohlverhaltenspflichten aufgrund der umfangreichen Monographie von LEISCH, der sich ausführlich mit dem Thema beschäftigt, S. 68ff., nunmehr auch in Deutschland intensiver diskutiert werden.

<sup>614</sup> Die deutsche Rechtsprechung hat sich bis jetzt mit der Einbeziehung der aufsichtsrechtlichen Verhaltenspflichten der §§ 31ff. WpHG in zivilrechtliche Auseinandersetzungen zurückgehalten: Seit Inkrafttreten des deutschen WpHGs im Jahre 1994 ist bis heute trotz eines weiterhin umfangreichen Fallrechts keine zivilgerichtliche Entscheidung zu finden, die als Anspruchsgrundlage direkt die gesetzlichen Verhaltenspflichten des WpHG heranzieht. Vielmehr werden allenfalls in seltenen Fällen die Wertungen dieser aufsichtsrechtlichen Regelungen bei der Urteilsfindung hinzugezogen, die Anspruchsgrundlage selbst jedoch wird weiterhin in den (vor-) vertraglichen Sorgfaltspflichten gesehen. Vgl. z.B. BGH, Urt. v. 05.10.1999, ZIP 1999, S. 1915, 1918 („Es kann deshalb dahingestellt bleiben, ob eine Aufklärungspflichtverletzung ... auch gemäß § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG eine Schadensersatzpflicht begründen kann.“) mit ablehnender Anmerkung KOLLER, EWiR § 53 BörsG 3/99, S. 1111, 1112, der in der Nichtberücksichtigung der aufsichtsrechtlichen Verhaltenspflichten einen Verstoß gegen europarechtliche Vorgaben sieht; mit ähnlichem Ergebnis: BGH, Urt. 05.08.2001, ZIP 2001, S. 1580ff. Das Ganze ist im Einzelnen jedoch weiterhin höchst umstritten, für eine konzise Darstellung neueren Datums mit umfangreicher Aufarbeitung der Nachweise in Literatur und Rechtsprechung vgl. LANG, WM 2000, S. 450ff.

<sup>615</sup> ZUNZUNEGUI, S. 328f.

Rechtseinheitlichkeit höchst fragwürdig ist.<sup>616</sup> Dabei sollte insbesondere die Frage geklärt sein, ob und inwieweit aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten auch privatrechtliche Ansprüche gewähren. Dies kann durch die Einführung gesetzlicher Anspruchsgrundlagen für Kunden bei Verstößen gegen bestimmte Verhaltensregeln geschehen. Ein Gleichlauf zivilrechtlicher und aufsichtsrechtlicher Verhaltenspflichten wird unter Berücksichtigung der in Anbetracht der rapiden Veränderungen auf den heutigen Finanzmärkten notwendigen Regelflexibilität am ehesten durch eine allgemeine sowohl zivilrechtlich als auch aufsichtsrechtlich wirkende gesetzliche Regulierung erreicht. Diese muss in der Folge durch die Aufsichtsbehörde konkretisiert und von der Rechtsprechung ausgelegt werden.<sup>617</sup>

### III. ALTERNATIVE STREITBEILEGUNG

Im Rahmen der (vertraglichen) Rechtsbeziehungen zwischen Finanzdienstleistungsunternehmen und ihren Kunden werden in jüngster Zeit neben den traditionell-kurativen zivilrechtlichen Restitutionsmöglichkeiten vermehrt auch neuartige Methoden alternativer Streitschlichtung eingesetzt. Der Kunde kann damit neben dem zivilrechtlichen Vorgehen einen weiteren Weg einschlagen, um den ihm aus einem Verstoß gegen die Verhaltenspflichten eventuell entstandenen Schaden ersetzt zu bekommen. Diese Verfahren der alternativen Streitbeilegung firmieren unter vielerlei Namen wie Ombudsmann-System, *Alternative Dispute Resolution* – ADR, Mediation, etc. Damit wird aber immer ein im Grunde ähnliches Vorgehen bezeichnet, nämlich die Streitschlichtung ohne die Einschaltung staatlicher Gerichte durch eine andere neutrale Stelle. Alternative Streitbeilegungsverfahren ersetzen kein Gerichtsverfahren, sondern bieten lediglich eine Alternative hierzu.<sup>618</sup> Einem Verbraucher, der mit einer Entscheidung einer ADR-Stelle nicht zufrieden ist, steht daher im Regelfall weiterhin der Rechtsweg offen.<sup>619</sup> Als vorgeschaltete Möglichkeit, eine Streitigkeit kostengünstiger und vor allen Dingen zeitnaher als mittels eines Gerichtsverfahrens lösen zu können, haben Systeme alternativer Streitbeilegung in den letzten Jahrzehnten in vielen Ländern Einzug gehalten.

Die Idee einer solchen neutralen Streitschlichtungsstelle kam unter dem Begriff Ombudsmann zunächst vor über 200 Jahren in den skandinavischen Ländern auf und trat vor ca. 30 Jahren einen weltweiten Siegeszug an.<sup>620</sup> Im Finanzdienstleistungssektor wurde ein solches System

---

<sup>616</sup> Gegen ein Auseinanderlaufen von Aufsichts- und Privatrecht im Wertpapierbereich auch KOLLER in ASSMANN/SCHNEIDER, § 31 Rn. 19; KNOBL, ÖBA 1995, S. 741, 742; für Deutschland führt im Wertpapiersektor ein Vergleich der gesetzlichen Informationspflichten der §§ 31f. WpHG und der zivilrechtlichen Judikatur zu teilweise unterschiedlichen Ergebnissen, siehe LANGE, S. 311ff., insbesondere S. 324.

<sup>617</sup> Die aufsichtsbehördliche oder von der Aufsichtsbehörde überwachte selbstregulatorische Konkretisierung auch zivilrechtlich geltender Normen ist im deutschen Recht als problematisch diskutiert worden, siehe BLIESENER, S. 159ff.; in anderen Ländern hingegen werden dagegen keine Bedenken hervorgebracht: Für die Schweiz WYSS, S. 90f.; GRUMBACHER, S. 16, der die Konkretisierung der Verhaltenspflichten im Wertpapierbereich mittels Selbstregulierung durch die Schweizerische Bankenvereinigung (SBVg) ausdrücklich begrüßt, weil dies zur Rechtssicherheit auch im privatrechtlichen Bereich beitrage. Für Großbritannien siehe die Ausführungen in § 11 III. 2. a) zum gesetzlichen *private right of action* in Sec. 150 FSMA, das ein Klagerecht wegen Verstoßes gegen aufsichtsbehördlich normierte Verhaltenspflichten einräumt. Differenzierter hingegen die Rechtslage in den USA, dazu siehe § 10 III. 2. a).

<sup>618</sup> Wobei die rasante Entwicklung und das Wachstum der ADR-Verfahren in den USA und Großbritannien eher dafür sprechen, dass die ADR das streitige Gerichtsverfahren *tatsächlich* mehr und mehr ersetzt, dazu gleich mehr siehe § 10 III. 2. b) und § 11 III. 2. b).

<sup>619</sup> Dies gilt zumindest für die in Europa üblichen ADR-Verfahren.

<sup>620</sup> DÄUBLER-GMELIN, WM 2002, S. 1342, 1343.

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

in Großbritannien bereits seit den achtziger Jahren wirksam gemacht.<sup>621</sup> Gerade für den Bereich der Finanzdienstleistungen kommt diese Lösung für den gesellschaftlichen Wunsch, Kunden von Finanzdienstleistungen vor dem inhärenten Informationsdefizit oder gar betrügerischen Praktiken zu schützen, in Betracht.<sup>622</sup> In den Fällen, in denen die Schlichtungsstelle bei der Aufsichtsbehörde angesiedelt ist, kann man das Ombudsmann-Verfahren als eine Zwischenstufe zwischen der rein zivilrechtlichen Durchsetzung von Ansprüchen und der Durchsetzung auf dem Weg des Verwaltungsaufsichtsrechts ansehen<sup>623</sup>, da die Beschwerde gleichzeitig privatrechtliche wie aufsichtsrechtliche Konsequenzen haben kann.

Sofern die Regelung über Wohlverhaltensregeln nämlich nicht gleichzeitig eine zivilrechtliche Einklagbarkeit gewährt<sup>624</sup>, wirkt die rein aufsichtsrechtliche Verankerung noch nicht einmal kurativ, d.h. schadensausgleichend, sondern dient lediglich dazu, Fehlverhalten im nachhinein mit Sanktionen (Entziehung der Zulassung, Bußgelder, etc.) zu belegen.

---

<sup>621</sup> Siehe dazu GRAHAM, Co.Law. 1987, S. 83f., oder FISHER/BEWSEY, S. 138f. für den Versicherungsbereich; in Deutschland gibt es seit 1992 den Ombudsmann des Bundesverbandes Deutscher Banken, der als Pionier einer wachsenden Kultur der außergerichtlichen Streitschlichtung auch in Deutschland gilt, vgl. DAUBLER-GMELIN, WM 2002, S. 1342; damit wurden auch in Deutschland alternative Streitschlichtungsmodelle, die lange Zeit nur ein stiefmütterliches Dasein geführt hatten, hoffähig. Die Versicherungswirtschaft hat im Jahre 2001 einen eigenen Ombudsmann eingeführt und ist damit dem Beispiel der Banken gefolgt, dazu SCHERPE, NVersZ 2002, S. 97ff.

<sup>622</sup> BENSTON, S. 103f.

<sup>623</sup> So HAURI in DUFOUR/HIRSCH, S. 73, zum britischen System.

<sup>624</sup> Wie beispielsweise das britische – dazu siehe oben – oder das österreichische Recht: Dort greifen Privat- und Aufsichtsrecht im Wertpapieraufsichtsgesetz (WAG) ineinander; eine Pflichtverletzung der kommunikationsbezogenen Wohlverhaltenspflichten unterwirft den Finanzdienstleister nicht nur verwaltungsstrafrechtlicher Verantwortung nach § 27 Abs. 2 WAG, sondern nach § 15 Abs. 1 WAG auch zivilrechtlichen Schadensersatzansprüchen der Anleger. Da der Schadensersatzanspruch nur auf das negative Interesse geht, wurde über eine analoge Anwendung des § 3 Abs. 4 MaklG, der im Falle eines wesentlichen Pflichtenverstößes dem Auftraggeber neben dem Schadensersatz ein Recht auf Minderung der Maklerprovision einräumt, nachgedacht. – dazu HAGHOFER/MAYER, ÖBA 1997, S. 583, 585, 592, der dies aber verwirft, weil § 15 WAG lex posterior und wohl auch lex specialis zu § 3 Abs. 4 MaklG ist.

### § 9 ZUSAMMENFASSUNG 2. TEIL

Nach der Einordnung der Wohlverhaltenspflichten in den wirtschaftlichen und regulatorischen Kontext war im 2. Teil der Arbeit der Anwendungsbereich dieses Pflichtenkanons in persönlicher und sachlicher Hinsicht auszulegen, um darauf aufbauend eine systematische Struktur zu entwickeln, in die die einzelnen Pflichten eingeordnet sind.

Die detaillierte Untersuchung der einzelnen Finanzprodukte hat gezeigt, dass die gemeinhin als Versicherung betrachtete Kapitallebensversicherung von ihrer Struktur her eigentlich eher als Kapitalanlage anzusehen ist. Auf der anderen Seite ähneln im Bereich des Wertpapiergeschäfts sogenannte *hedging*-Verträge aufgrund ihrer Zielsetzung – Risikominimierung – typischen Versicherungsprodukten.

Diese Überschneidungen belegen die ähnlichen Strukturen in Kapitalanlage- und Versicherungsgeschäft. Das strukturelle Informationsgefälle jedenfalls ist sowohl im Kapitalanlage- als auch im Versicherungsgeschäft so ausgeprägt, dass in beiden Vertriebssituationen eine besonders intensive, über die Verpflichtungen eines üblichen Geschäftsbesorgers auf anderen Märkten hinausgehende Verpflichtung des Finanzdienstleisters erforderlich ist. Die vergleichbaren Strukturen legen die Einführung von vergleichbaren Vertriebsregelungen für Wertpapier- und Versicherungsdienstleistungen nahe. Dies ist insbesondere geboten bei bereits jetzt direkt miteinander konkurrierenden Produkten aus ursprünglich unterschiedlichen Sektoren wie beispielsweise Investmentfonds und Kapitallebensversicherungen, deren Zielsetzungen nicht unterscheidbar sind.

Hinsichtlich des persönlichen Anwendungsbereichs der Wohlverhaltensregeln ist zunächst entsprechend der unterschiedlichen Vertriebsarten zu differenzieren: Derivative Finanzintermediäre, die wie unabhängige Vermittler (Makler) in der Auswahl der von ihnen vermittelten Finanzinstrumente nicht an originäre Finanzintermediäre gebunden sind, sind weitergehenden Wohlverhaltenspflichten zu unterwerfen als solche, die in einem rechtlichen (oder wirtschaftlichen) Abhängigkeitsverhältnis zu originären Finanzdienstleistern stehen. Grundsätzlich sind Wohlverhaltenspflichten aber selbst auf originäre Finanzdienstleister anzuwenden, sofern diese ihre Produkte im Direktvertrieb anbieten, weil sie dann wie derivative Intermediäre am Markt agieren und das strukturelle Informationsgefälle gegenüber den Kunden in gleicher Weise besteht.

Die Frage, welche Personenkreise von den Wohlverhaltensregeln geschützt werden sollen, ist abhängig vom zugrunde liegenden Kundenschutzmodell. Statt des in Deutschland verbreiteten Modells des *homo inferior* ist der geschützte Personenkreis entsprechend des Leitmodells des *homo oeconomicus* zu bestimmen. Ökonomischer Zweck der Statuierung von Verhaltenspflichten ist die Aufhebung der strukturellen Informationsasymmetrie. Der Kunde soll die Informationen erhalten, die er benötigt, um eigenverantwortlich handeln zu können. Der Kunde oder Verbraucher soll jedoch nicht vor sich selbst geschützt werden. Handelt er also trotz Bereitstellung der Informationen irrational, können ihm auch Verhaltenspflichten nicht helfen. Andererseits müssen die die Finanzdienstleister treffenden Wohlverhaltenspflichten entsprechend eingeschränkt werden können, wenn kein Informationsgefälle feststellbar ist bzw. der Kunde auf die ihm zustehenden Informationen ausdrücklich verzichtet.

Die einzelnen Verhaltenspflichten ergeben sich aus dem Leitprinzip der allgemeinen Interessenwahrungspflicht. Diese Pflicht geht über das im Geschäftsverkehr üblicherweise gebotene Verhalten hinaus, indem sie den Finanzdienstleister zusätzlich verpflichtet, die Interessen seines Kunden wahren, um das typische Informationsgefälle auszugleichen.

So lässt sich die Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten aus der allgemeinen Interessenwahrungspflicht herleiten. Interessenkonflikte können maßgeblich durch

## 2. Teil: Wohlverhaltenspflichten – Anwendungsbereich und Einteilung

Organisationsstrukturen (Stichwörter: *Compliance* oder *Chinese walls*) kontrolliert werden; eine solche Kontrolle kann aber auch durch Aufklärung des Kunden im Rahmen des Vertriebs erfolgen.

Vertriebsbezogene Organisationspflichten beschäftigen sich mit der Art und Weise der Geschäftsabwicklung oder der Dokumentation des Geschäfts. Eine Differenzierung zwischen den einzelnen Vertriebsarten ist in Bezug auf diese Pflichten nicht vorzunehmen, weil sie unabhängig von den Bindungen an andere Unternehmen bestehen.

Die unterschiedlichen Kommunikationspflichten stellen den wichtigsten Pfeiler der Verhaltenspflichten dar, weil durch sie die Informationsasymmetrie auf direktem Wege behoben werden kann. Zum weiten Feld der Kommunikationspflichten gehören Kontakthanbahnungsregeln im Vorfeld einer Transaktion oder Aufklärungspflichten, die sich z.B. auf Informationen über das Unternehmen, das Produkt oder die Abschlusskonditionen beziehen können.

Interessant sind in diesem Zusammenhang die Erkundigungspflichten, bei denen der Informationsfluss nicht vom Finanzdienstleister zum Kunden, sondern umgekehrt vom Kunden zum Finanzdienstleister geht. Erst mit Hilfe der Ergebnisse der Informationseinholung kann dann eine kundengerechte Beratung erfolgen.

Erkundigungs- und Beratungspflichten obliegen grundsätzlich sowohl von unabhängigen als auch von abhängigen Vermittlern; nur so lässt sich sicherstellen, dass ein den Kundenbedürfnissen entsprechendes Produkt empfohlen wird.

Im Falle der *execution-only*-Geschäfte, in denen es an einem Beratungsbedürfnis beim Kunden fehlt, müssen Erkundigungs- und Beratungspflicht jedoch abbedungen werden können; lediglich eine Warnpflicht vor allzu risikoreichen Geschäften könnte ökonomisch sinnvoll sein.

Eine Abstufung der Pflichtenintensität aufgrund der Vertriebsart muss dort vorgenommen werden, wo die Besonderheiten des abhängigen Vermittlergeschäfts und des Direktvertriebs es erfordern: Rechtlich und insbesondere auch wirtschaftlich abhängige Vermittler müssen diese Abhängigkeit kundtun und eine damit einhergehende Reduzierung des Angebots aufdecken.

Problematisch erscheint insbesondere, dass vielfach die Beratung unentgeltlich zusätzlich zur Vertriebsleistung erbracht wird. Diese unzureichende Trennung von bezahlter Vermittlung und lediglich scheinbar kostenloser Beratung führt in aller Regel zu gravierenden Interessenkonflikten auf Seiten des Finanzdienstleisters. Es ist daher geboten, die Beratung als eine separate Leistung zu fördern, die unabhängig von der Vertriebsleistung honoriert wird.

Wohlverhaltensregeln im Finanzdienstleistungsbereich können auf unterschiedliche Weise durchgesetzt werden. Maßgeblich dafür ist die Rechtsnatur der Wohlverhaltensregeln. Gleich in mehrfacher Hinsicht lässt sich diesbezüglich eine Doppelnatur der Wohlverhaltensregeln feststellen:

Zum einen besteht vielfach eine Parallelität zwischen geschriebenem Gesetzes- und ungeschriebenem Fallrecht. Dabei sind Gesetze häufig dem Aufsichtsrecht, d.h. dem Öffentlichen Recht, zuzuordnen, während das Fallrecht sich aus zivilrechtlichen Streitigkeiten ergibt. Es spannt sich also eine Brücke vom Aufsichtsrecht, das präventiv wirken soll, zum Zivilrecht, das ex-post kurativ wirkt. Historisch begründet ist überdies der starke Einfluss der Selbstregulierung.

Eine umfassende Durchsetzung der Verhaltenspflichten erfordert sowohl zivilrechtliche als auch aufsichtsrechtliche Maßnahmen. Dabei kommt es allerdings darauf an, Zivil- und

## § 9 Zusammenfassung 2. Teil

Aufsichtsrecht miteinander zu verschränken, um eine einheitliche Auslegung zu erreichen. Es bedarf einer Verbindung beider Regelungssysteme, so dass sie sich sinnvoll ergänzen. Eine einheitliche gesetzliche Regelung, die sowohl aufsichts- als auch zivilrechtliche Wirkung entfaltet, kann in Anbetracht der rasanten insbesondere technischen Entwicklungen auf den Finanzmärkten diese Verbindung am ehesten sicherstellen.

### **3. TEIL: WOHLVERHALTENSREGELN IN DEN USA, GROßBRITANNIEN UND DER EU**

Nach der Erfassung der ökonomischen Hintergründe für transaktionsbezogene Verhaltenspflichten im Finanzdienstleistungssektor und einer Beschreibung des diesbezüglichen Pflichtenkatalogs gilt es, die Herkunft der Wohlverhaltensregeln zu erörtern. Für die Untersuchung europäischer Wohlverhaltenspflichten ist Ausmaß, Umfang und Konkretisierung der Wohlverhaltensregeln in den Ländern, in denen spezielle Wohlverhaltensregeln für den Finanzdienstleistungsbereich als erstes entwickelt wurden, sehr aufschlussreich. Derartige besondere Regeln für das Verhältnis zwischen Wertpapierdienstleistern und Kunden haben ihren Ursprung bezeichnenderweise in den beiden wichtigsten Finanzmärkten der Welt, den USA und Großbritannien. Ein Blick auf die Genese der Wohlverhaltensregeln in diesen beiden Ländern schärft nicht nur das Verständnis für die besondere Bedeutung der Verhaltenspflichten in diesem Bereich, sondern liefert insbesondere erste regulatorische Umsetzungen der oben aufgeworfenen abstrakten ökonomisch begründeten Erkenntnisse.

Im Lichte dieser Erkenntnisse erfolgt dann der Blick auf die Wohlverhaltenspflichten auf europäischer Ebene, wie sie sich insbesondere in der alten und neuen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und in der Versicherungsvermittlungsrichtlinie manifestieren.



## § 10 USA

Die Prinzipien der Wohlverhaltensregeln, wie man sie heute in den *conduct of business rules* der IOSCO, der IAIS oder den europäischen Rechtsordnungen zum Finanzdienstleistungsrecht findet, sind ursprünglich in den USA entwickelt worden und dort seit langem in der Praxis etabliert. Dies ist nicht weiter verwunderlich, bilden doch die USA mit den beiden Finanzzentren New York und Chicago den wichtigsten und größten Finanzmarkt der Welt. Dementsprechend muss eine Analyse der europäischen Wohlverhaltensregeln schon wegen der jahrzehntelangen US-amerikanischen Erfahrungen historisch mit der Entwicklung dort beginnen, um das amerikanische System in einem Überblick zu skizzieren.<sup>625</sup> Denn die amerikanische Wertpapierregulierung hat jedenfalls indirekt über die internationalen Organisationen und mittelbar auch über die vielfältigen Interaktionen mit dem britischen Finanzmarkt auf die Entwicklung auf europäischer Ebene eingewirkt. So bietet das amerikanische Beispiel viel Anschauungsmaterial hinsichtlich besonderer Verhaltenspflichten im Wertpapierbereich, jedoch kaum Vergleichbares im Versicherungssektor. Im Gegensatz zu Großbritannien hat sich in den USA allerdings auch im Wertpapierbereich kein gesetzlicher Gesamtkodex an Verhaltenspflichten herausgebildet. Vielmehr haben dort seit den dreißiger Jahren des vergangenen Jahrhunderts verschiedene Rechtsetzungsorgane eine Vielzahl von einzelnen Verhaltensregeln für Finanzintermediäre erlassen, die in ihrer Gesamtheit ein dichtes, aber wenig strukturiertes Netz formen.

### I. US-AMERIKANISCHES FINANZDIENSTLEISTUNGSRECHT IM ÜBERBLICK

Die amerikanische Finanzdienstleistungsbranche war bis vor kurzem noch von einer klaren Trennung zwischen den verschiedenen Zweigen, Bankgeschäft (*commercial bank*), Wertpapiergeschäft (*investment bank*) und Versicherungsgeschäft (*insurance business*) geprägt.

Durch den Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA) von 1999<sup>626</sup> ist zumindest die seit dem Glass-Steagall Act 1933 bestehende Trennung des Kredit- und Einlagengeschäfts vom Wertpapiergeschäft zwar nicht aufgehoben, so doch in umfangreichem Maße aufgeweicht worden. Dieses Trennsystem war in den letzten Jahren ohnehin durch eine Vielzahl von Einzelmaßnahmen erodiert worden, weil es für die Konsumenten höhere Preise, schlechtere Verfügbarkeit und geringere Qualität der Finanzdienstleistungen mit sich brachte und überdies einen effektiven Wettbewerb innerhalb der Vereinigten Staaten als auch die Wettbewerbsfähigkeit der amerikanischen Bankwirtschaft auf globaler Ebene beeinträchtigte.<sup>627</sup> Durch den GLBA wird insbesondere die Bildung von Finanzkonglomeraten ermöglicht.

Die grundsätzliche Trennung von Versicherungs- und Bank- bzw. Wertpapiergeschäft in den USA besteht hingegen fort.<sup>628</sup> Diese Trennung beruht hauptsächlich auf der unterschiedlichen Regelungsebene von Versicherungs- und Bankgeschäft. Die Regulierung des

---

<sup>625</sup> Für eine ausführliche Darstellung der Verhaltensregeln im amerikanischen Wertpapiergeschäft in deutscher Sprache siehe daher BLIESENER, S. 54ff., 179ff., 255ff.

<sup>626</sup> Eigentlich *Financial Services Modernization Act* 1999, Public Law Nr. 106-102.

<sup>627</sup> Zur Entwicklung und den Gründen ausführlich HOFFMANN, WM 2000, S. 1773ff.; mit Fokus auf dem Versicherungsbereich HORN, IJIL 2000, S. 109ff., insbesondere S. 116f.

<sup>628</sup> SIVON, BJIBFL 2000, S. 136, 139, spricht davon, dass nach der Beseitigung der rechtlichen Barrieren durch den GLBA nun in einem nächsten Schritt die Regulierungssysteme selbst angepasst werden müssen.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

Versicherungsgeschäft fällt aufgrund des McCarran-Ferguson Act 1945 in die Kompetenz der einzelnen Bundesstaaten, während die Aufsicht über das Bank- und Wertpapiergeschäft durch die *Securities Exchange Acts 1933* zumindest in Grundzügen bundesgesetzlich vereinheitlicht ist. Das unterschiedliche Niveau der Gesetzgebungskompetenz und die sehr divergenten Vorschriften, die insbesondere die Vermittlung von Versicherungsleistungen durch Banken beschränken und umgekehrt Wertpapierdienstleistungen durch Versicherungsgesellschaften verbieten, haben nicht nur dazu geführt, dass Versicherungs-, Wertpapier- und Bankgeschäft bis heute nur in sehr geringem Maße unter einem Dach angeboten werden. Auch hinsichtlich detaillierter normierter Wohlverhaltensregeln im Umgang mit den Kunden hat sich die amerikanische Versicherungsregulierung anders entwickelt als die Wertpapierregulierung.

#### 1. WERTPAPIERREGULIERUNG

Die amerikanische Wertpapierregulierung ist die Wiege besonderer Wohlverhaltenspflichten im Finanzdienstleistungsbereich. In der Folge des Börsenkrachs 1929 und der darauf einsetzenden *Depression* wurden die beiden ersten speziellen Bundesgesetze zur Regulierung des Wertpapiergeschäfts geschaffen, der *Securities Act* (SA) von 1933<sup>629</sup> und der *Securities Exchange Act* (SEA) von 1934. Kurz darauf wurde in einem weiteren Bundesgesetz, dem *Investment Adviser Act* (IAA) von 1940, die Tätigkeit von Anlageberatern (*investment advisers*), d.h. reinen Informationsintermediären, geregelt. Die Aufsicht über Kapitalanlagegesellschaften ist im *Investment Company Act* (ICA) von 1940 detailliert geregelt. Diese Gesetze bilden den Kern des eigenständigen Rechtsgebiets der *securities regulation*.<sup>630</sup> *Securities* und damit der Anwendungsbereich der Gesetze, die sich nur auf *securities transactions* beziehen, sind en detail definiert.<sup>631</sup> In Sec. 3(a) SA und Sec. 3(a)(12) SEA sind Listen aufgeführt, die solche *investment instruments* aufzählen, die nicht unter die *securities regulation* fallen.<sup>632</sup> Demnach sind Bankeinlagen und Versicherungsprodukte grundsätzlich keine *securities* im Sinne der *securities regulation*. Auch im amerikanischen Recht werden allerdings unabhängig von der Einordnung die Ähnlichkeiten zwischen Renten- bzw. Lebensversicherung und Investmentfondsprodukten herausgestellt.<sup>633</sup> Die Abgrenzung ist fließend und umstritten, denn *variable annuities* (fondsgebundene Rentenversicherungen) sind nach der Rechtsprechung des Supreme Court zumindest auch als *security* anzusehen und unterfallen damit der *securities regulation*.<sup>634</sup> Abgrenzungsmerkmal soll hier sein, dass bei *variable annuities* im Gegensatz zu *fixed annuities* die Versicherung kein Risiko übernimmt,

---

<sup>629</sup> Der SA beschäftigt sich mit dem erstmaligen Angebot von Wertpapieren auf dem Primärmarkt – vgl. WEIMANN, S. 149.

<sup>630</sup> Während Derivatprodukte, deren Basiswert *securities* sind, vom Anwendungsbereich des SA und SEA erfasst werden, unterliegen Derivatprodukte wie *financial futures*, die Rohstoffe (*commodities*) als Basiswert haben, dem *Commodities Exchange Act* (CEA) von 1936. Im Folgenden soll das Augenmerk primär auf den Regelungen der eigentlichen *securities regulation* mit SA, SEA und ICA liegen, da die vom CEA umfassten Finanzprodukte hauptsächlich von *institutional investors* nachgefragt werden – dazu ausführlich GIBSON, Loy.U.Chi.L.J. 1998, S. 527, 571f. m.w.N.

<sup>631</sup> In Sec. 2(1) SA, Sec. 3(a)(10) SEA und Sec. 2(a)(36) ICA.

<sup>632</sup> Dazu ausführlich LOSS/SELIGMANN, S. 241-257; aufgrund der missverständlichen Formulierung in Sec. 3(a)(8) SA könnte man zwar meinen, *insurance products* seien *securities* und lediglich befreit (*exempt*) von den Registrierungserfordernissen der *securities regulation*, was die allgemeine Meinung aber durchgehend abgelehnt hat – siehe LOSS/SELIGMANN, S. 241f.

<sup>633</sup> Auch Lebensversicherungsprodukte enthalten demnach generell sowohl Versicherungs- als auch Kapitalanlageelemente – siehe KROLL/COHEN, Geo.Wash.L.Rev. 1978, S. 790, 794; Investmentfonds (*mutual funds*) werden generell ebenso wie Kapitallebensversicherungen als *long-term investments* angesehen – HAZEN, Bd. 3, S. 278.

<sup>634</sup> SEC v. Variable Annuity Life Insurance Co., 359 U.S. 65, 79 S.Ct. 618, 3 L.Ed.2d 640 (1959); und zuletzt Nationsbank of NC v. Variable Annuity Life Insurance Co., 513 U.S.251 (1995).

weil der Kunde das Anlagerisiko trägt und damit das Anlageelement überwiegt.<sup>635</sup> Ob dies auch für fondsgebundene Kapitallebensversicherungen (*variable life insurance*) gelten soll, ist umstritten.<sup>636</sup>

Ursprünglich lediglich zur Überwindung der Missstände im Wertpapiergeschäft insbesondere im Hinblick auf betrügerische Praktiken eingeführt, ist die *securities regulation* in den darauffolgenden Jahrzehnten in Anbetracht der Wichtigkeit der Kapitalanlage für breite Bevölkerungsschichten in den USA als Mittel der Altersversorgung, sozialen Sicherung und Ausbildungsfinanzierung enorm ausgebaut worden.<sup>637</sup> Zahlreiche einzelstaatliche Kapitalmarktregeln, die sogenannten *blue sky laws*, die sich meist an den Regeln von SA und SEA orientieren, flankieren die bundesgesetzlichen Bestimmungen.<sup>638</sup>

Durch den SEA wurde des weiteren die *Securities and Exchange Commission* (SEC) geschaffen, die die Aufsicht über die Teilnehmer an den Wertpapiermärkten und die Kapitalanlagegesellschaften hat und für die Überwachung und Durchsetzung der *securities regulations* zuständig ist.<sup>639</sup> Die Tätigkeit der SEC wird von den meisten Experten positiv beurteilt; es gilt als anerkannt, daß sie eine Anhebung der Geschäftssitten und damit einen effektiveren Anlegerschutz bewirkt hat.<sup>640</sup> Sie ist insbesondere ermächtigt, durch *Rules* und *Regulations* detailliert Normen zu setzen.<sup>641</sup> Die SEC hat eine Vielzahl von konkretisierenden Regeln zu den einzelnen Bundesgesetzen erlassen, die sich mit dem Verhalten von Wertpapierdienstleistern befassen. Allerdings sind selbst diese *Rules* relativ unbestimmt gehalten und haben zu umfangreichen Diskussionen Anlass gegeben.<sup>642</sup>

Ein Großteil der Normsetzung im Bereich der Verhaltensregeln wird von sogenannten Selbstregulierungsorganisationen (*self-regulating organisations* – SRO) wahrgenommen. Neben mehreren als SROs konstituierten Börsen, den *national securities exchanges*,<sup>643</sup> ist die 1939 gegründete *National Association of Securities Dealers* (NASD) die einzige SRO für Wertpapierdienstleistungsunternehmen.<sup>644</sup> Der NASD gehört als Mitglied jeder Wertpapierhändler an, der zu einem wesentlichen Teil im Privatkundengeschäft tätig ist. Durch die Registrierung als *national securities association* gemäß Sec. 15A SEA ist sie nach Sec. 15A(b)(6) SEA befugt und verpflichtet, unter der Aufsicht der SEC für ihre Mitglieder Regelwerke aufzustellen, die die staatlichen – entweder gesetzlich oder durch die SEC festgelegten – Regeln für Wertpapierdienstleister in konkrete Handlungsanweisungen und -untersagungen umsetzen.<sup>645</sup> Für ihre Mitglieder hat die NASD daher ein umfangreiches

<sup>635</sup> LOSS/SELIGMANN, S. 245.

<sup>636</sup> Dafür die Securities and Exchange Commission (SEC) in Inv.Co.Act Release 7644, 1 SEC Doc. No. 1, at 1 (1973), zit. nach LOSS/SELIGMANN, S. 250, Fn. 134: Die bei *variable annuities* wie bei *life insurances* typische (zusätzliche) Absicherung des Todesrisikos (*mortality risk*) soll bei *variable annuities* ein so unbedeutendes Produktmerkmal sein, dass es die Einordnung als *security* nicht beeinträchtigt. Dagegen und allgemein zur Abgrenzung zwischen *insurance* und *security* siehe die Darstellung bei KROLL/COHEN, a.a.O., insbesondere S. 794ff.; inzwischen befreit ICA Rule 6e-2 der SEC die meisten *variable life insurances* unter sehr komplexen Voraussetzungen ausdrücklich von der Registrierungspflicht des ICA.

<sup>637</sup> ASSMANN, ZBB 1989, S. 49, 59.

<sup>638</sup> Zu den *blue sky laws* ausführlich HAZEN, Bd. 1, S. 737ff.

<sup>639</sup> Für *financial futures* mit *commodities* als Basiswert ist entsprechend die 1974 gegründete *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) zuständig.

<sup>640</sup> HOPT (KAPITALANLEGERSCHUTZ), S. 526ff., insbesondere S. 528; ders., ZHR 1976, S. 202, 204; LEE in BUXBAUM, S.187ff.

<sup>641</sup> Ermächtigungsnormen finden sich beispielsweise in Sec. 3(b) und Sec. 10(b) SEA.

<sup>642</sup> Vgl. LOSS/SELIGMANN, S. 875f.

<sup>643</sup> Darunter als wichtigste die New York Stock Exchange (NYSE).

<sup>644</sup> HAZEN, Bd. 3, S. 76; für die *futures industry* (*commodities* und *securities*) nimmt die *National Futures Association* (NFA) die Funktion der NASD wahr.

<sup>645</sup> LOSS/SELIGMANN, S. 736f.; nach Sec. 6(a) SEA sind auch die *national securities exchanges* verpflichtet, derartige Regelwerke zu entwerfen.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

NASD Manual entworfen, dessen Inhalte laufend an neue Entwicklungen angepasst werden.<sup>646</sup> Die SEC begnügt sich damit, die von den einzelnen Selbstregulierungsorganisationen erlassenen Bestimmungen im Vorhinein abzusegnen und ihre Anwendung zu kontrollieren.<sup>647</sup> Diese Delegation vermeidet eine Beeinträchtigung der Kommissionsarbeit durch schier quantitative Überforderung.

Wertpapierdienstleistungsunternehmen werden in den USA als *brokers* oder *dealers* bezeichnet.<sup>648</sup> Seit Inkrafttreten des GLBA kann im Zuge der Einführung des Prinzips der funktionalen Regulierung auch eine Bank als *broker* tätig werden.<sup>649</sup> *Broker-dealers* unterliegen einer einheitlichen Registrierung durch die SEC.<sup>650</sup> Auch Anlageberater (*investment adviser*), die als reine Informationsintermediäre für Beratungsleistungen vergütet werden, müssen sich, sobald sie im Kundenauftrag gegen besondere Provision Wertpapiere handeln, als Wertpapierhändler ansehen lassen und die für diese geltenden Bestimmungen (zusätzlich) einhalten.<sup>651</sup> Umgekehrt müssen sich *broker* auch als *investment adviser* registrieren lassen, wenn sie Beratungsleistungen nicht nur als Nebenleistung (*incidental*) zu der Vermittlung von tatsächlichen Wertpapiergeschäften erbringen. Abgrenzungskriterium ist hier regelmäßig, ob die Beratungsleistungen einer gesonderten Vergütung unterliegen<sup>652</sup>, so dass die Berufsbilder des *broker-dealer* und des *investment adviser* klar und eindeutig voneinander unterscheidbar sind. Das Berufsbild des *broker-dealer* ist weiterhin Gegenstand intensiver rechtswissenschaftlicher Diskussion, wobei in der jüngsten Regelentwicklung insbesondere den Implikationen des Internet besondere Aufmerksamkeit zuteil wurde.<sup>653</sup>

Eine durchgängige regulatorische Trennung zwischen Regeln für den Umgang mit institutionellen Anlegern und solchen für die Geschäfte mit Privatkunden findet sich in der US-amerikanischen Wertpapierregulierung nicht, so dass die SEC- und NASD-Regeln grundsätzlich gegenüber allen Investoren eingehalten werden müssen. Die NASD hat zahlreiche Vorschläge unterbreitet, in verschiedenen Bereichen ihres Manuals Definitionen zur Unterscheidung zwischen *institutional* und *private investors* einzuführen. Im Laufe der letzten Jahre sind demnach mehrere Regeln eingeführt worden, die eine Unterscheidung zwischen *non-institutional* und *institutional customer* vorsehen. Stets rekurierte Abgrenzungsnorm ist NASD Rule 3110(c)(4), die den Begriff des „*institutional account*“ definiert: Ein solches Konto ist demnach „*institutional*“, wenn es von (A) einer Bank, Spar- und Darlehnskasse, Versicherungsgesellschaft, Kapitalanlagegesellschaft oder (B) einem bei der SEC registrierten *investment adviser* oder (C) jeder anderen Person mit einem

---

<sup>646</sup> Gleiches gilt für die national securities exchanges wie die NYSE. Im Folgenden liegt der Schwerpunkt der Untersuchung auf den Regeln der NASD als der wichtigsten Organisation – auf die anderen SROs wird bei Bedarf rekuriert, um Unterschiede zur NASD aufzuzeigen oder allgemeingültige Entwicklungen unterstützend zu belegen.

<sup>647</sup> HAZEN, Bd. 3, S. 102.

<sup>648</sup> *Brokers* handeln mit Wertpapieren für andere (Sec. 3(a)(4)), während *dealers* gewerbsmäßig im Eigenhandel tätig sind (Sec. 3(a)(5)); *brokers* betreiben demnach Kommissionshandel und unterliegen grundsätzlich den common law-Grundsätzen des *law of agency*, während dies für *dealers*, die im Eigenhandel tätig sind, nicht gilt. *Brokers* und *dealers* werden aber im Rahmen der spezifischen Verhaltenspflichten der Wertpapierregulierung grundsätzlich zusammen erfasst – vgl. LOSS/SELIGMANN, S. 753f. („*broker-dealer registration*“) oder S. 784 („*broker-dealer substantive regulation*“), so dass auch hier im Folgenden der gebräuchliche Begriff *broker-dealer* verwendet werden soll.

<sup>649</sup> LOSS/SELIGMANN, S. 760ff.; Sec. 3 (a)(4)(B) GLBA sieht jedoch zahlreiche Ausnahmen vor; dazu und allgemein zur neuen *functional regulation* siehe O'NEAL, Sec.Reg.LJ 2000, S. 95, 113ff.

<sup>650</sup> Sec. 15(a)(1) SEA, auch wenn die Durchführung der Registrierung in großem Umfang der NASD übertragen worden ist.

<sup>651</sup> LOSS/SELIGMANN, S. 762f.

<sup>652</sup> HAZEN, Bd. 3, S. 785ff.

<sup>653</sup> Z.B. COHEN, Stan.JLBF 1999, S. 1ff; LIBIN/WRONA, Col.BLR 2001, S. 601ff.; JAMROZ, Bus.Law. 2002, S. 1069ff.; BLACK, Sec.Reg.LJ 2000, S. 15ff.

Gesamtvermögen von mehr als US\$ 50 Mio geführt wird.<sup>654</sup> Ähnliche Abgrenzungsmerkmale stellen auch die anderen verstreuten Bestimmungen auf.<sup>655</sup> Damit wird die Abgrenzung im amerikanischen Recht im Wesentlichen nach institutionellen Maßstäben vorgenommen; es wird nicht auf die „*sophistication*“, also tatsächliche Marktkennntnis oder Anlageerfahrung des Investors rekurriert, sondern auf äußere Anzeichen.<sup>656</sup>

Neben der staatlichen oder durch Selbstregulierungsorganisationen vorgegebenen *securities regulation* ist das einzelstaatliche Fallrecht des *common law* für die Wertpapierregulierung relevant. Grundsätze des *law of contract, tort, trust* und insbesondere des *law of agency* bieten Lösungsansätze für die Konflikte zwischen Kunden und *broker-dealers*. Auch wenn die Verhaltensstandards der *securities regulation* als Weiterentwicklung des Anlegerschutzes gegenüber dem *common law* angesehen werden<sup>657</sup>, wird auch für die Auslegung der Aufsichtsregeln von NASD und SEC im Rahmen der Aufsichtspraxis der SEC bzw. der gerichtlichen Überprüfung der SEC-Entscheidungen<sup>658</sup> auf die Prinzipien des *common law* zurückgegriffen.<sup>659</sup> Die zwitterhafte Rechtsnatur der Verhaltenspflichten an der Grenze zwischen *regulatory* und *common law duties* wird also auch hier deutlich.<sup>660</sup>

## 2. VERSICHERUNGSREGULIERUNG

Die einzelstaatliche Versicherungsregulierung macht keine Aussagen über die im Rahmen des Versicherungsvertriebs einzuhaltenden Verhaltensregeln von Versicherungsgesellschaften und Versicherungsvermittlern, sondern legt den Regulierungsschwerpunkt auf die Zulassung (*authorisation*) und Ausbildung der Versicherungsvermittler und somit auf *substantive mandatory rules*.<sup>661</sup> Eine aufsichtsrechtliche Regulierung des Verhaltens durch bundesstaatliche Gesetze besteht nicht.<sup>662</sup> Es soll allerdings nicht unerwähnt bleiben, dass auch im Versicherungsbereich beachtliche Harmonisierungsbestrebungen bestehen, die mittelfristig zumindest zu einer Regelung führen werden, die der des europäischen Einheitspasses ähnelt.<sup>663</sup> Kapitel III, Unterkapitel C des GLBA sieht vor, dass unter der Aufsicht des Verbandes der einzelstaatlichen Versicherungsaufsichtsbehörden (*National Association of Insurance Commissioners* – NAIC) eine neue Organisation – *National Association of Registered Agents and Brokers* (NARAB) – gegründet werden soll, wenn nicht mindestens 29 Einzelstaaten innerhalb eines Zeitraums von 3 Jahren nach Inkrafttreten des

---

<sup>654</sup> Der Vorschlag zur Änderung der Marketing- und Kontaktabbauungsregeln der NASD Rule 2210 (*Notice to Members* (NTM) 99-79 *NASD Regulation Requests Comment on Proposed Amendments to Provisions Governing Communications with the Public*) sah die Einfügung einer Definition der Begriffe *institutional investor, existing retail customer* und *prospective retail customer* in der neuen NASD Rule 2210(a)(2) und (3) vor; diese hätte sich aber substantiell nicht von der bestehenden in Rule 3110 unterschieden.

<sup>655</sup> Z.B. SEA Rule 15a-6(b)(4): *major institutional investors*; SA Rule 144(a)(1): *qualified institutional buyers*, wobei der Grenzwert für das verwaltete Gesamtvermögen der anderen Personen unter diesen Vorschriften US\$ 100 Mio. beträgt.

<sup>656</sup> Anders BLIESENER, S. 264f.

<sup>657</sup> LOSS/SELIGMANN, S. 850.

<sup>658</sup> Zur Durchsetzung siehe gleich § 10 III. 1.

<sup>659</sup> Ausführlich dazu HAZEN, Bd. 3, S. 248ff.

<sup>660</sup> Dabei wird die gegenseitige Beeinflussung im anglo-amerikanischen Recht eher pragmatisch-positiv gesehen, ist doch die deutsche traditionell-dogmatische Sichtweise einer strikten Trennung zwischen öffentlichem und privatem Recht anglo-amerikanischen Juristen nicht zu erklären – HOPT in GRUNDMANN (SYSTEMBILDUNG), S. 307, 314.

<sup>661</sup> Für eine ausführliche, wenn auch schon etwas ältere Darstellung der amerikanischen Versicherungsregulierung in deutscher Sprache siehe die Monographie von NEEB.

<sup>662</sup> Mit Ausnahme der *variable contracts* oder *variable annuities* (Rentenversicherungen), die sowohl als *insurances* als auch als *securities* behandelt werden.

<sup>663</sup> BELKIN, *Journal of International Insurance* 1999, S. 125, 126.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

GLBA ein bestimmtes Niveau an gemeinsamen Regeln für die Zulassung von Versicherungsvermittlern und deren Beaufsichtigung erreichen, das die gegenseitige Anerkennung ermöglicht.<sup>664</sup>

Die Verhaltenspflichten beim Vertrieb von Versicherungsdienstleistungen sind in den USA demnach (noch) nicht in einem Kodex fixiert, sondern speisen sich allein aus den Prinzipien des *common law*. Die einzelstaatliche Rechtsprechung zu den von Versicherungsdienstleistern geschuldeten Pflichten divergiert stark und kann nur schwer in einheitlichen Aussagen zusammengefasst werden.<sup>665</sup> Für die Untersuchung gesetzlicher Verhaltenspflichten bringen diese disparaten Pflichten des *common law* daher keine weiteren Erkenntnisse.

Einige generelle Punkte sollten dennoch festgehalten werden: Auch in den USA wird zwischen den *insurance agents*, die einen Ausschließlichkeitsvertrag mit einem Versicherungsunternehmen haben, und den *brokers*, die unabhängig Versicherungen vermitteln, unterschieden.<sup>666</sup> Der Versicherungsmakler (*broker*) hat nach den *common law*-Grundsätzen des *law of agency* eine treuhänderische Pflicht (*fiduciary duty*) gegenüber dem Kunden jedenfalls dann, wenn die Geschäftsbeziehung von der besonderen Inanspruchnahme von Vertrauen geprägt ist.<sup>667</sup> Wenn der Makler behauptet, über besondere Kenntnisse im Versicherungsgeschäft zu verfügen, kann sich diese zu einer Beratungspflicht (*duty to give advice*) ausweiten.<sup>668</sup> Der Versicherungsvertreter (*agent*) hingegen steht grundsätzlich im Lager der Versicherungsgesellschaft.<sup>669</sup> Allerdings trifft auch den *agent* eine Verpflichtung, den Kunden Versicherungen lediglich ihren Bedürfnissen entsprechend zu vermitteln (*selling to needs*).<sup>670</sup> Der Versicherungsvertreter befindet sich demnach nach amerikanischen Verständnis in der Regel in einer Doppelrolle, in der er auch dem Kunden gegenüber direkte Verpflichtungen hat (*dual agency relationship*).<sup>671</sup>

## II. VERHALTENSREGELN IM US-AMERIKANISCHEN WERTPAPIERGESCHÄFT

### 1. ALLGEMEINE INTERESSENWAHRUNGSPFLICHT

Das angloamerikanische Kaufrecht und damit auch der Wertpapierhandel wurde nach althergebrachter Tradition grundsätzlich von der *common law*-Maxime des *caveat emptor*<sup>672</sup> regiert. Nach diesem Grundsatz verkehrten die Parteien miteinander *at arms' length*, jeder durfte seinen eigenen Vorteil suchen und der Waren- oder Dienstleistungsempfänger musste selbst dafür Sorge tragen, dass er für sein gutes Geld auch gute Ware bekam.<sup>673</sup> Allerdings

---

<sup>664</sup> Durch die Erfüllung dieser Verpflichtung zum maßgeblichen Zeitpunkt – 12.11.2002 – konnten die Einzelstaaten die Gründung der NARAB abwenden. Besondere vereinheitlichte Verhaltenspflichten für Versicherungsvermittler waren allerdings auch in diesem Rahmen nicht vorgesehen.

<sup>665</sup> Zu Unterschieden in der einzelstaatlichen Rechtsprechung O'DONNELL, Mass.LR 1995, S. 135, 137.

<sup>666</sup> Dazu siehe NGUYEN, S. 18f.; O'Donnell, Mass.LR 1995, S. 135, 136ff.

<sup>667</sup> Zu den allgemeinen Pflichten des Versicherungsvermittlers im *common law* siehe RUSS/SEGALLA, § 46:27ff.; insbesondere zur Beratungspflicht des Versicherungsvermittlers SPEIDEL, IJIL 1999, S. 261ff.

<sup>668</sup> Ausführlich RUSS/SEGALLA, § 46:38; dies entspricht bis auf den Wortlaut der *shingle theory* des Wertpapiergeschäfts, dazu siehe gleich § 10 II. 1.

<sup>669</sup> NGUYEN, S. 14.

<sup>670</sup> Ibid., S. 23f.

<sup>671</sup> O'DONNELL, *ibid.*, S. 135, 137.

<sup>672</sup> Oder in der englischen Übersetzung *buyer beware*.

<sup>673</sup> KÖNDGEN, S. 38; grundlegend zum Prinzip des *caveat emptor*, das auch im allgemeinen *common law* in den letzten Jahrzehnten aufgrund der zunehmenden Professionalisierung durch *duties to disclose* oder die Einführung von *good faith*-Regeln immer weiter zugunsten des informationsschwächeren Kunden/Verbrauchers ausgehöhlt

wurde in den USA schon früh erkannt, dass das Wertpapiergeschäft keine normale Geschäftsbeziehung wie der Kauf eines Möbelstücks ist<sup>674</sup>, so dass der *caveat emptor*-Grundsatz entschärft werden musste.<sup>675</sup> Im Hinblick auf Verhaltensregeln für *broker-dealers* enthalten SA und SEA daher allgemeine<sup>676</sup> und besondere<sup>677</sup> Betrugs- und Manipulationsverbote (*anti-fraud provisions*), die aufgrund der spezifischen Besonderheiten des Wertpapiergeschäfts für erforderlich gehalten wurden, um der unausgeglichene Verhandlungslage zwischen dem professionellen Wertpapierdienstleister und dem durchschnittlichen Kunden Rechnung zu tragen.<sup>678</sup> Gesetzliche Betrugsverbote sind durch *anti-fraud*-Regeln der SEC konkretisiert worden, von denen für *broker-dealers* die wichtigste SEA Rule 10b-5 ist.<sup>679</sup>

Die gesetzlichen Bestimmungen zur Betrugsbekämpfung sind davon geprägt, dass nur ein wissentliches Handeln (*scienter*) des *broker-dealer* sie auslöst.<sup>680</sup> Diese auf tatsächlich fraudulöses Verhalten anwendbaren Regeln hat die SEC schon früh durch die Aufstellung eines *fair dealing*-Grundsatzes erweitert. Demzufolge erkläre der Wertpapierdienstleister durch das bloße Dienstleistungsangebot gegenüber der Öffentlichkeit, dass er Kunden fair und entsprechend den Verhaltensstandards seines Berufsstandes behandeln werde.<sup>681</sup> Dieser Grundsatz ist in der Folge mit dem Begriff der *shingle theory*<sup>682</sup> belegt worden und auch durch die Rechtsprechung anerkannt worden.<sup>683</sup> Die *shingle theory* hat sich inzwischen zu einer allgemeinen Berufspflicht mit professionellen Sorgfaltsstandards ausgewachsen, die in ihrer Ausprägung der des Arztrechts ähnliche Züge trägt, ohne allerdings gesetzlich fixiert zu sein.<sup>684</sup> Die *shingle theory* ermöglicht demnach eine besondere Behandlung der Wertpapierdienstleister gegenüber anderen Händlern, Verkäufern oder Käufern und begründet

---

wurde und heute kaum mehr Anwendung findet, siehe WEINBERGER, Md.L.Rev. 1996, S. 387, 395ff. oder (allgemeingültig, wiewohl Immobiliengeschäfte im Vordergrund stehen) DALLON, Fla.L.Rev. 2002, S. 398, 405ff.

<sup>674</sup> Dazu siehe oben § 2 II. 3. a) (iii).

<sup>675</sup> So auch für Großbritannien BLAIR (CORE RULES), S. 50, der von Verhaltensstandards spricht, die vom Verkäufer mehr fordern müssen als der bloße *caveat emptor*-Grundsatz. In den USA galt der *caveat emptor*-Grundsatz allerdings nur für den vom *dealer* betriebenen Eigenhandel für andere und nicht für den Kommissionshandel des *broker*, weil dieser im Verhältnis zu seinem Kunden ohnehin dem *law of agency* unterworfen ist. Da der Kunde aber bei beiden Ausführungsarten des Wertpapiergeschäfts in gleicher Weise schutzbedürftig ist, führte die Anwendung des *common law* zu einem nicht erklärbaren und daher abzumildernden Gefälle im Anlegerschutz – siehe dazu KÖNDGEN, S. 38ff.

<sup>676</sup> Sec. 17(a) SA und Sec. 10(b) SEA stellen allgemeine Betrugsverbote beim Vertrieb bzw. im Zusammenhang mit dem Vertrieb von Wertpapieren auf.

<sup>677</sup> Sec. 15(c) SEA mit besonderen Betrugsverboten für zugelassene *broker-dealers* beim Wertpapierhandel.

<sup>678</sup> LOSS/SELIGMANN, S. 850: „... recognize the gross inequality of bargaining power ...“.

<sup>679</sup> SEA Rule 10b-5 lautet: *It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, To employ any device, scheme, or artifice to defraud, To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.*

<sup>680</sup> Dazu siehe POSER, S. 250ff.

<sup>681</sup> Duker & Duker, 6 S.E.C. 386 (1939).

<sup>682</sup> Als „*shingle*“ wird normalerweise das Türschild einer Kanzlei oder anderen Beratungsfirma bezeichnet; das Aushängen des Türschildes markiert die Eröffnung des Geschäftsbetriebes. Der Begriff wird hier im übertragenen Sinne verwendet; die Behauptung, über Expertise im Bereich der Anlageberatung zu verfügen, ist das Türschild, die Visitenkarte des Unternehmens, an dem die Ausprägung der ihm obliegenden Pflichten gemessen wird.

<sup>683</sup> Die diesbezügliche Grundsatzentscheidung ist *Charles Hughes v. SEC*, 139 F.2d 434 (2d Cir. 1943).

<sup>684</sup> Auch wenn nominell an der *fraud*-Konstruktion festgehalten wird – KÖNDGEN, S. 37f., 42f.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

allen Anlegern gegenüber ein einheitliches Mindestmass an Verhaltenspflichten.<sup>685</sup> Die Anknüpfung an die berufliche Stellung erlaubt die weitgehende Loslösung von den vertraglichen Grundsätzen des *common law* und hat die in den *anti-fraud*-Bestimmungen begründete *shingle theory* über reine Betrugsvorschriften hinaus zu einer allgemeinen Generalklausel der Interessenwahrung gemacht.<sup>686</sup> Aus der *shingle theory* haben SEC und NASD unter Kontrolle der Gerichte besondere Interessenwahrungspflichten entwickelt. *Agency principles* des *common law* und durch die *shingle theory* erweiterte *anti-fraud*-Bestimmungen werden dabei Hand in Hand angewendet. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass aufgrund der Herkunft der *shingle theory* aus den gesetzlichen *anti-fraud*-Bestimmungen von SEA und SA ein lediglich nachlässiges oder unsorgfältiges Verhalten in den wenigsten Fällen zu einem Verstoß gegen diese Vorschriften führen wird; erforderlich ist trotz der Ausweitung der *shingle theory* ein gewisses betrügerisches bzw. vorsätzlich regelwidriges oder jedenfalls zumindest grob fahrlässiges (*reckless*) Verhaltenselement.<sup>687</sup>

Die detaillierten Selbstverwaltungsregeln der NASD greifen hingegen schon früher ein und stellen nur auf ein tatsächliches Fehlverhalten ab, wodurch sich Unterschiede zwischen der Selbstverwaltungsregulierung auf der einen und ihrer aufsichtsbehördlichen oder gerichtlichen Überprüfung ergeben können.<sup>688</sup> Der *fair dealing*-Grundsatz ist heute auch im NASD Manual niedergeschrieben.<sup>689</sup> 1964 als Antwort auf die Feststellungen der *Special Study* und Druck von Seiten der SEC eingeführt, ist diese Nebenbestimmung<sup>690</sup> im Laufe der Jahre zu einem ethischen Standard geworden, der zusammen mit NASD Rule 2110<sup>691</sup> die Grundlage der Verhaltenspflichten darstellt.<sup>692</sup>

## 2. TRANSAKTIONSBEZOGENE ORGANISATIONSPFLICHTEN

### a) ABWICKLUNG

Aus der *shingle theory* ergibt sich zunächst die Verpflichtung der Wertpapierdienstleister, alle Anstrengungen zu unternehmen, um die Wertpapiertransaktion zum bestmöglichen Preis durchzuführen (*best execution*).<sup>693</sup> Dies hat sich in einer expliziten und detaillierten Regel im NASD Manual niedergeschlagen.<sup>694</sup> Demnach muss der Wertpapierdienstleister mit

---

<sup>685</sup> HOPT (KAPITALANLEGERSCHUTZ), S. 355.

<sup>686</sup> Ibid., S. 356.

<sup>687</sup> Dazu ausführlich LOWENFELS/BROMBERG, Bus.Law. 1999, S. 1557, 1558.

<sup>688</sup> LIBIN/WRONA, Col.Bus.LR 2001, S. 601, 629f.

<sup>689</sup> Die *interpretive materials* (IM) der NASD *suitability rule* – dazu gleich § 10 II. 3. c) – in NASD IM-2310-2(a)(1) lauten: „*Implicit in all member and registered representative relationships with customers and others is the fundamental responsibility for fair dealing. Sales efforts must therefore be undertaken only on a basis that can be judged as being within the ethical standards of the Association's Rules, with particular emphasis on the requirement to deal fairly with the public.*“

<sup>690</sup> Die NASD geht davon aus, dass die von ihr verabschiedeten *Interpretive Messages* als Teil der sie interpretierenden Regel anzusehen sind und damit dieselbe Rechtsqualität haben wie die Regel selbst – dazu ausführlich LOWENFELS/BROMBERG, Bus.Law. 1999, S. 1557, 1559.

<sup>691</sup> „*A member, in the conduct of his business, shall observe high standards of commercial honor and just and equitable principles of trade.*“

<sup>692</sup> Siehe LOWENFELS/BROMBERG, *ibid.*, S. 1567; der Grundsatz des *fair dealing* – bisweilen auch *good faith* – hat sich inzwischen auch in anderen Bereichen des NASD Manuals niedergeschlagen, vgl. beispielsweise in den Kommunikationspflichten in NASD Rule 2210(d)(1): „*All member communications shall be based on principles of fair dealing and good faith ...*“

<sup>693</sup> BLACK, Sec.Reg.LJ 2000, S.15, 30f.

<sup>694</sup> NASD Rule 2320.



gebührender Sorgfalt (*reasonable diligence*) den besten Markt für das betreffende Wertpapier suchen und das Kundengeschäft zum unter den gegebenen Marktverhältnissen zum günstigsten Preis auszuführen. Für die Beurteilung der *reasonable diligence* sind verschiedene Faktoren relevant, die neben den Markteigenschaften des Wertpapiers (wie beispielsweise Preis und Liquidität) auch Größe und Art des Geschäfts, die Anzahl der untersuchten Primärmärkte und die Verfügbarkeit von Marktinformationen und Notierungen umfassen.<sup>695</sup> Verstöße gegen das *best-execution*-Gebot können unter Umständen auch unter SEA Rule 10b-5 verfolgt werden.<sup>696</sup>

Aus der *best execution*-Verpflichtung ergibt sich das Verbot des *front running*<sup>697</sup>, das im Übrigen als betrügerische Aktivität per se auch gegen SEA Rule 10b-5 verstößt.<sup>698</sup>

Auch *churning* ist für Wertpapierdienstleister als *excessive trading activity* ausdrücklich untersagt.<sup>699</sup> SEA Rule 15c1-7(a) stellt dies für *broker-dealer*, die für Kunden die Depotverwaltung im Sinne einer Vermögensverwaltung übernehmen (*discretionary accounts*), gar auf einer höheren Normebene klar. *Churning* unterfällt nach allgemeiner Meinung auch der allgemeinen *anti-fraud*-Bestimmung der SEC Rule 10b-5.<sup>700</sup>

#### b) DOKUMENTATION UND AUFBEWAHRUNG

Die Dokumentationspflichten der *broker-dealers* sind sehr umfangreich: Sec. 17(a) SEA, der eine allgemeine Aufbewahrungspflicht für Dokumente statuiert, wird in SEA Rule 17a-3 und Rule 17a-4 für *broker-dealers* präzisiert (*Books and Records Rules*). Demnach muss jeder Wertpapierhändler 16 verschiedene Kategorien von Geschäftsbüchern und Aufzeichnungen führen.<sup>701</sup> Die Aufzeichnungen unterliegen unterschiedlich langen Aufbewahrungszeiträumen.<sup>702</sup> Solche Aufzeichnungspflichten sollen sicherstellen, dass die SEC und die SROs Überprüfungen der *broker-dealers* effektiv durchführen können. Trotz der beachtlichen Zahl verschiedenster Dokumentations- und Aufbewahrungsbestimmungen bestanden spezielle Aufzeichnungspflichten bezüglich der einzelnen Kundentransaktionen bisher nicht. Insbesondere fehlten Bestimmungen, inwieweit die einem Kunden unterbreitete Empfehlung und die Gründe für diese Empfehlung der Dokumentation und Aufbewahrung bedürfen.

Auf Anregung von Mitgliedern der *North American Securities Administrator's Association* (NASAA), die die Angemessenheit der bestehenden Aufzeichnungsregeln für *broker-dealers* in Frage stellte, hat die SEC in einem seit 1996 andauernden Konsultationsprozess neue *Books and Records Rule* erarbeitet, die zum 2. Mai 2003 in Kraft getreten sind.<sup>703</sup> Bezüglich Aufzeichnungen, die den Kontakt mit dem Kunden selbst betreffen, wird seitdem die neue SEA Rule 17a-3(a)(17) gelten, die die *broker-dealers* verpflichtet, eine Akte über jedes Kundenkonto (*customer account record*) anzulegen, in der gewisse grundsätzliche Informationen (*minimum information*) zu jedem Kunden enthalten sein sollen. Als

<sup>695</sup> NASD Rule 2320(a)(1)-(4).

<sup>696</sup> HAZEN, Bd. 3, S. 235.

<sup>697</sup> Siehe NASD IM-2110-3: „*Front Running Policy*“.

<sup>698</sup> Das ebenfalls zum *front running* gerechnete *scalping*, d.h. die Tätigkeit von Eigengeschäften vor einer imminanten *research*-Veröffentlichung, ist nicht unmittelbar transaktionsbezogen, da nicht direkt mit einer individuellen Kundentransaktion verbunden; ein entsprechendes Verbot findet sich in NASD IM-2110-4 *Trading Ahead of Research Reports*.

<sup>699</sup> NASD IM-2310-2(b)(1).

<sup>700</sup> Vgl. die umfangreichen Nachweise bei POSER, S. 266.

<sup>701</sup> LOSS/SELIGMANN, S. 784

<sup>702</sup> Für eine detaillierte Beschreibung, welche Aufzeichnungen wie lange aufzubewahren sind, siehe PESSIN, S: 92ff.

<sup>703</sup> SEC Release No. 34-44992 vom 02.11.2001, 66 FR 55818 (File No. S7-26-98).

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

Hauptzweck dieser neuen Regel wird angeführt, dass es den Aufsichtsinstitutionen Zugang zu Aufzeichnungen verschaffe, die die Überprüfung der Einhaltung der *suitability rules* ermögliche.<sup>704</sup> Die über den Kunden im *customer account record* gesammelten Informationen umfassen allgemeine Kundendaten wie Alter, Stellung im Erwerbsleben (*employment status*), Jahreseinkommen, Gesamtvermögen und Anlageziele.<sup>705</sup> Des Weiteren verlangt die neue Regel, dass der Wertpapierdienstleister dem Kunden binnen 30 Tagen nach Kontoeröffnung und dann in regelmäßigen Abständen die zum Kundenkonto bestehenden Informationen zukommen lässt, um diesem die Gelegenheit zu geben, die Informationen zu überprüfen, aufgrund derer der *broker-dealer* kundengerechte Empfehlungen abgibt.<sup>706</sup> Dadurch sollen die Missverständnisse zwischen Wertpapierdienstleister und Kunden bezüglich seiner Anlageziele und finanziellen Situation verringert werden. Wenn er dem Kunden seinen *account record* übermittelt, muss ein *broker-dealer* die verschiedenen Kategorien der Anlageziele erläutern, damit beide Parteien einheitliche Vorstellungen über die Bedeutung jeder Kategorie haben.

Der *customer account record* ist gemäß (a)(17)(i) der Rule 17a-3 regelmäßig, d.h. mindestens alle 36 Monate zu aktualisieren. Gleichwohl soll dies nach Ansicht der SEC keinen Einfluss auf die bestehenden „*know your customer rules*“ der SROs haben<sup>707</sup>, was in der Praxis schwer vorstellbar scheint: Ist eine Aktualisierung vorzunehmen, sind aller Wahrscheinlichkeit nach auch neue Erkundigungen beim Kunden erforderlich.<sup>708</sup> Obwohl die *broker-dealers* nicht gehalten sind, eigens zu dokumentieren, wenn sie vom Kunden – aus Nachlässigkeit, Weigerung oder Unvermögen – erforderliche Informationen nicht erhalten, sollen sie sich um die Einholung der Informationen bemühen.<sup>709</sup> Der *broker-dealer* muss aber jedenfalls darlegen können, warum erforderliche Informationen in der Akte nicht vorhanden sind.<sup>710</sup>

Nach dem neuen (a)(17)(iii) der SEA Rule 17a-3 ist der Wertpapierdienstleister überdies verpflichtet, zu dokumentieren, dass dem Kunden ein Exemplar jeder schriftlichen Vereinbarung im Rahmen des (Depot-)Kontos ausgehändigt worden ist. Dies soll dem Kunden die Möglichkeit zu geben, die Vertragsbedingungen zu überprüfen und die durch den Vertrag begründeten Rechte und Pflichten der Parteien besser zu verstehen. Jedwede Beschwerde von Seiten eines Kunden hat der *broker-dealer* aufzuzeichnen, um bei der Kontrolle durch die Aufsichtsinstitutionen Trends schnell erfassen zu können.<sup>711</sup> Die *account records* nach SEA Rule 17a-3 sind gemäß der neuen SEA Rule 17a-4(e)(5) sechs Jahre – von der Schließung des Kontos oder jeder Aktualisierung an gerechnet – aufzubewahren.

Mit den neuen Regeln führt die SEC erstmals detaillierte Regeln über die Dokumentation der Kundentransaktionen ein. Die neuen Regeln erleichtern die abstrakte Überprüfung der *suitability* der getätigten Transaktionen für jeden einzelnen Kunden anhand der nunmehr kontrollierbar dem *broker-dealer* vorliegenden allgemeinen Kundeninformationen, bleiben aber im standardisierbaren Bereich und verpflichten den Wertpapierdienstleister nicht, die Gründe, die ihn zu einer bestimmten Kundenempfehlung bewogen haben, aufzuzeichnen.

---

<sup>704</sup> Ibid., Supplementary Information III.C.

<sup>705</sup> SEA Rule 17a-3(a)(17)(i)(A) – neu.

<sup>706</sup> Solche Informationsregeln zum Kundenkonto bestehen auf SRO-Ebene schon für Optionsgeschäfte – vgl. NASD Rule 2860(b)(16)(C) und IM-2860-2.

<sup>707</sup> SEC Release, a.a.O., Supplementary Information, III.C.2.

<sup>708</sup> Zur „*know your customer*“-Regel der NYSE siehe § 10 II. 3. c) (ii).

<sup>709</sup> Erforderlich ist ein „*good faith effort*“, um den *broker-dealer* von der Verpflichtung, die erforderlichen Informationen einzuholen, zu befreien, vgl. SEA Rule 17a-3(a)(17)(i)(C) – neu.

<sup>710</sup> SEC Release, a.a.O., Supplementary Information, III.C.4.

<sup>711</sup> SEC Release, a.a.O., Supplementary Information, III.C.6.

### 3. KOMMUNIKATIONSPFLICHTEN

#### a) *BOILER ROOM OPERATIONS / TELEMARKETING*

Die Kontaktabbahnung und die Art und Weise der Kundenkommunikation ist in den USA regulatorischen Beschränkungen unterworfen worden. Kundenakquise im Wertpapierbereich wird vielfach über aggressive Verkaufstaktiken durchgeführt (*high pressure sales tactics*); ein sehr häufig eingesetztes Mittel in diesem Rahmen sind unangekündigte Anrufe bei potentiellen Kunden (*cold calling*).<sup>712</sup> Derart aggressive Verkaufsstrategien, die in vielen Fällen mit betrügerisch hohen Kommissionsaufschlägen oder ungenügender Informationsvermittlung verbunden sind, werden als *boiler room operations* bezeichnet.<sup>713</sup> Zur Eindämmung dieser aggressiven Verkaufsstrategien dürfen Mitglieder der NASD seit 1996 Anrufe bei potentiellen Kunden nur noch zwischen 8 Uhr morgens und 21 Uhr abends durchführen.<sup>714</sup> Des Weiteren ist das Führen von sogenannten „*do not call lists*“ vorgesehen, in die die Kunden eingetragen werden müssen, die erklärt haben, dass sie keine diesbezüglichen Anrufe wünschen.<sup>715</sup>

Nicht jede *boiler room operation* als solche soll allerdings per se einen Verstoß gegen die *antifraud*-Bestimmungen wie SEA Rule 10b-5 begründen. Erforderlich ist vielmehr ein zusätzliches betrügerisches Element, das aufgrund der besonderen Gefährlichkeit solcher Verkaufsstrategien allerdings sehr schnell erreicht ist, weil mit dem *boiler room* in der Regel Verhaltensweisen, die Kundenentscheidungen manipulieren bzw. erzwingen sollen, verbunden sind.<sup>716</sup>

#### b) *AUFKLÄRUNG (DISCLOSURE)*

Die amerikanische Wertpapierregulierung kennt umfassende *disclosure duties*, die der Abmilderung der Informationsasymmetrie und der Entschärfung der Interessenkonfliktproblematik dienen sollen. Dabei ist festzuhalten, dass auch in den USA die Abgrenzung zwischen nichtindividualisierter Aufklärung über Tatsachen und individualisierter Bewertung im Sinne einer Empfehlung nicht immer klar gezogen wird, ja dass diese Abgrenzung im Zuge der erweiterten Informationsmöglichkeiten über das Internet noch unschärfer geworden ist.<sup>717</sup>

##### (i) Unternehmens- und abschlussbezogene Aufklärung

Zur Aufdeckung von Interessenkonflikten sind *Broker-dealers*, die unter der Kontrolle eines Wertpapieremittenten stehen, nach den NASD-Regeln verpflichtet, einen potentiellen Kunden vor der Vermittlung des entsprechenden Wertpapierpapiers über das Bestehen eines solchen Kontrollverhältnisses aufzuklären.<sup>718</sup> Sofern sie wirtschaftliche Interessen an dem Emittenten eines Wertpapiers haben, ist eine Aufklärung über diese wirtschaftlichen Interessen erforderlich.<sup>719</sup> Sollte ein Wertpapierdienstleister für die Empfehlung eines bestimmten

---

<sup>712</sup> HAZEN, Bd. 3, S. 285f.

<sup>713</sup> Zum Begriff des „*boiler rooms*“ siehe HAZEN, *ibid.* S. 286.

<sup>714</sup> NASD Rule 2211.

<sup>715</sup> Vgl. NASD Rule 3110(g)(1).

<sup>716</sup> HAZEN, Bd. 3, S. 290 („*liability is readily imposed*“).

<sup>717</sup> Zu den zunehmenden Schwierigkeiten, bloße Information und Empfehlung voneinander abzugrenzen, siehe BLACK, Sec.Reg.LJ 2000, S. 15, 21.

<sup>718</sup> Gemäß NASD Rule 2240.

<sup>719</sup> Siehe NASD Rule 2250; solche *duties of disclosure* gelten seit 2001 auch für Analysten – vgl. NASD Notice to Members (NTM) 01-45. Das vielfältige Interessenkonfliktpotential von Analysten ist in letzter Zeit weltweit

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

Wertpapiers eine Vergütung seitens des Emittenten (oder einer anderen Person) erhalten, ist diese dem Kunden gegenüber aufzudecken.<sup>720</sup>

Nach SEA Rule 10b-10 müssen Wertpapierdienstleister den Kunden schriftlich über jede getätigte Transaktion informieren. Diese *confirmation rule* ist umfangreich und beinhaltet neben dem Zeitpunkt der Ausführung auch Angaben zu Stückzahl und Kurs des ausgeführten Geschäfts. Insbesondere muss dem Kunden die Höhe der Provision offenbart werden.<sup>721</sup> Ein Verstoß gegen diese Bestimmung kann auch als Verstoß gegen die allgemeine *anti-fraud*-Bestimmung nach SEA Rule 10b-5 gewertet werden.<sup>722</sup> Auf SRO-Ebene findet sich ein Pendant zur *confirmation rule* beispielsweise in NASD Rule 2230.

#### (ii) Produktbezogene Aufklärung

Allgemeine produktbezogene Aufklärungspflichten ergeben sich negativ schon aus Sec. 10(b) SEA und SEA Rule 10b-5, in der *any untrue statement of a material fact in connection with the purchase or sale of any security* für rechtswidrig erklärt wird, so dass damit eindeutig klar ist, dass jedwede Darstellung und Äußerung des Wertpapierdienstleisters jedenfalls zutreffend sein muss. Zum anderen folgen aus den Grundsätzen des NASD Manuals zur Kundenkommunikation positive Aufklärungserfordernisse: Demnach soll jedwede Kommunikation mit dem Kunden diesem eine Grundlage (*sound basis*) für die Bewertung eines bestimmten Wertpapiers oder einer Branche an die Hand geben, wobei insbesondere Tatsachen nicht weggelassen werden dürfen, die bei Berücksichtigung des Kontextes die Kommunikation missverständlich wirken lassen.<sup>723</sup> Solche *disclosure* ist Teil einer standardisierten Kundenkommunikation mittels Werbung (*advertisements*), Verkaufsliteratur (*sales literature*) oder ähnlicher Materialien. Neben diesen allgemeingültigen Informationsverpflichtungen gelten beispielsweise für *variable annuities* und *variable life insurances* besondere Regeln zur Produktaufklärung. Dabei ist u.a. vorgeschrieben, dass die Abgrenzung zwischen diesen beiden Produktformen untereinander sowie zu *mutual funds* detailliert zu beschreiben ist.<sup>724</sup> Die NASD hat außerdem besondere produktbezogene Aufklärungspflichten insbesondere für die Anlage in Investmentfonds (*mutual funds*) aufgestellt. Demnach müssen beim Vertrieb solcher Investmentfondsanteile dem Kunden alle maßgeblichen produktbezogenen Tatsachen wie die Anlageziele des Fonds, das bestehende Portfolio, die Wertentwicklung, Kostensatz (*expense ratio*) und Eintrittsgebühren oder Ausgabeaufschläge (*sales charges*) mitgeteilt werden.<sup>725</sup> Auf eine eventuelle Verkaufsgebühr (*deferred sales charge*) muss im Rahmen der *confirmation* ausdrücklich hingewiesen werden.<sup>726</sup> Noch detailliertere Vorgaben gelten für Werbung bzw. Verkaufsliteratur im Optionsgeschäft.<sup>727</sup>

---

in die öffentliche Wahrnehmung geraten, vgl. dazu auch den neuen § 34b des deutschen Wertpapierhandelsgesetzes, soll hier aber aufgrund des fehlenden individuellen Transaktionsbezugs nicht weiter vertieft werden.

<sup>720</sup> Siehe Sec. 17(b) SA.

<sup>721</sup> SEA Rule 10b-10(a)(2)(i)(B)-(D); für Investmentfondsgeschäfte legt NASD Rule 2810(d) sogar detaillierte Begrenzungen für die maximale Höhe der Gebühren (*sales charges*) fest; zu exzessiven und nicht enthüllten Preisaufschlägen (*mark-ups*) im Rahmen von OTC-Geschäften siehe ausführlich HAZEN, Bd. 3, 238ff. Die NASD betrachtet *mark-ups* über 5% im allgemeinen als *excessive* – IM 2440.

<sup>722</sup> HAZEN, Bd. 3, S. 236.

<sup>723</sup> NASD Rule 2210(d)(1).

<sup>724</sup> NASD IM-2210-2.

<sup>725</sup> NASD NTM 95-80, wobei aus dem Wortlaut allerdings geschlossen werden könnte, dass diese Mitteilungen nur im Rahmen von bzw. im Rahmen der Erklärung von Empfehlungen verpflichtend sind.

<sup>726</sup> NASD Rule 2830(n).

<sup>727</sup> Vgl. die umfangreichen Bestimmungen in NASD Rule 2220.

(iii) Risk disclosure

Abgesehen von diesen Pflichten bei der allgemeinen Gestaltung von Werbepublikationen, die sich noch auf das Vorfeld der individuellen Kundenkommunikation beziehen, sind in den letzten Jahren als besonders risikoreich angesehene Geschäfte mehr und mehr mit speziellen instrumentbezogenen Aufklärungspflichten versehen worden. Durch Erklärungen zur Risikoaufklärung (*risk disclosure statements*) soll sichergestellt werden, dass dem Kunden das besondere Risiko bestimmter Wertpapiergeschäfte bewusst ist.

So ist zum Beispiel für den Vertrieb von *penny stocks*<sup>728</sup> unter dem Stichwort der *risk disclosure* durch den Penny Stock Reform Act of 1990 eine neue Sec. 15(g) in den SEA eingefügt worden, wozu die SEC spezielle Regeln in SEA Rules 15g-1 bis 15g-9 aufgestellt hat. Dem Kunden muss demnach eine allgemeine Informationsschrift ausgehändigt werden, die neben der Risikoaufklärung auch über die besonderen Pflichten des Wertpapierdienstleisters im *penny stock*-Geschäft informiert.<sup>729</sup> Überdies muss der *broker-dealer* vom Kunden eine schriftliche Erklärung unterzeichnen lassen, in dem dieser unter anderem versichert, dass er über die Risiken von *penny stock*-Geschäften ausreichend informiert ist.<sup>730</sup>

Auf die Ausbreitung des *day trading*<sup>731</sup> bei Privatanlegern hat die NASD im Oktober 2000 durch die Einfügung besonderer *risk disclosure*-Regeln auch für solche Geschäfte reagiert.<sup>732</sup> Demnach müssen Wertpapierdienstleister, die in direkter oder indirekter Weise *day trading*-Strategien begünstigen, ihren Privatkunden, die *day trading* durchführen wollen, eine besondere Erklärung aushändigen, die genaue Informationen über die allgemeinen Risiken des *day trading* enthält.<sup>733</sup>

Für Optionsgeschäfte sieht SEA Rule 9b-1(d)(1) die Übermittlung eines *options disclosure document* vor, ohne die ein *broker-dealer* ein Depotkonto nicht für solche Geschäfte freigeben darf.<sup>734</sup>

Auch im Bereich der *financial futures* gilt nach den Regeln der dafür zuständigen Selbstregulierungsorganisation NFA eine umfassende Verpflichtung zur *risk disclosure* mittels eines standardisierten *Risk Disclosure Statement*, das dem der Optionsgeschäfte nachempfunden ist.<sup>735</sup>

Im Rahmen von kreditfinanzierten Kundengeschäften ist der *broker-dealer* ganz besonders differenzierten Pflichten unterworfen. Neben substantiellen Regeln über das erlaubte Ausmaß der Kreditfinanzierung<sup>736</sup> sieht SEA Rule 10b-16 für solche Geschäfte spezielle

<sup>728</sup> *Penny stocks* sind Aktien, die mit weniger als US\$ 5 pro Stück gehandelt werden; sie weisen im Gegensatz zu *blue chips* wesentlich höhere Risiken, jedoch auch größere Kurschancen auf – BÜSCHGEN, S. 558.

<sup>729</sup> Sec. 15(g)(2) und SEA Rule 15g-9.

<sup>730</sup> SEA Rule 15g-9(b)(3) und (4).

<sup>731</sup> Beim *day trading*, das vor dem Internet-Zeitalter einigen wenigen professionellen Händlern vorbehalten war, werden mittels einer aggressiven Handelsstrategie, bei der täglich mehrere hundert Kauf- und Verkaufstransaktionen durchgeführt und die Positionen mitunter nur minutenlang gehalten werden, Tageskursschwankungen ausgenutzt. Die Einordnung des *day trading* als Anlagestrategie ist umstritten, oftmals wird *day trading* als reines *gambling* angesehen – siehe dazu BLACK, Sec.Reg.LJ 2000, S. 15, 32ff. m.w.N.

<sup>732</sup> NASD Rules 2360 und 2361.

<sup>733</sup> Gemäß NASD Rule 2361(d) werden Privatkunden (*non-institutional customers*) wie üblich nach der Definition in NASD 3110(c)(4) bestimmt. Der genaue Wortlaut des standardisierten *risk disclosure statement* ist in NASD Rule 2361(b) enthalten, kann aber durch eine ähnliche wertpapierdienstleistereigene Erklärung, die von der Aufsichtsbehörde genehmigt ist, ersetzt werden – 2361(c).

<sup>734</sup> Die genaue Form der Übermittlung wird in NASD Rule 2860(b)(11) präzisiert.

<sup>735</sup> NFA Rule 2-30(a),(b) und (d).

<sup>736</sup> Um die exzessive Ausbreitung kreditfinanzierter Wertpapiergeschäfte zu verhindern, schreibt Sec. 7(a) SEA auf bundesgesetzlicher Ebene vor, dass der durch Kredit finanzierte Anteil 55-75% jedenfalls nicht übersteigen

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

Aufklärungspflichten vor: Demnach muss der Wertpapierdienstleister Kunden, die Wertpapiere bei ihm auf Kredit kaufen, im Vorfeld detailliert über seine Kreditbedingungen informieren und überdies wenigstens vierteljährlich Kontoauszüge über den Kreditstand zukommen lassen. Wie bei anderen risikoreichen Geschäften ist dem *non-institutional customer* durch den *broker-dealer* ein *margin disclosure statement* zu übergeben, bevor ein Depotkonto zu solchen Konditionen eröffnet werden kann.<sup>737</sup>

#### c) ERKUNDIGUNG UND BERATUNG (SUITABILITY RULE)

Regeln zu Erkundigung und Beratung durch *broker-dealers* werden in den USA von der *suitability doctrine* regiert. Diese gilt als eine der wichtigsten *doctrines* der Wertpapierregulierung auf Bundesebene<sup>738</sup> und als die einflussreichste Verhaltensregel der gesamten *broker-dealer regulation*.<sup>739</sup> Sie ist auch heute noch Objekt intensiver rechtlicher<sup>740</sup> und rechtswissenschaftlicher Auseinandersetzungen – was die überbordende Zahl jüngster Publikationen zu diversen Aspekten des Themas belegt.<sup>741</sup> Eine allgemeingültige, auf alle Facetten des Wertpapiergeschäfts anwendbare Auslegung der *suitability* wird daher gar für unmöglich gehalten.<sup>742</sup> So ist auch der Anwendungsbereich der *suitability doctrine* in anderen Bereichen des Wertpapiergeschäft noch nicht eindeutig geklärt.<sup>743</sup> Jedenfalls ist sie grundsätzlich auch auf Geschäfte mit institutionellen Investoren anwendbar. Dies wurde zwar erst kürzlich ausdrücklich festgeschrieben<sup>744</sup>, war aber früher schon allgemein anerkannt, hatten doch auch vereinzelte Gerichtsentscheidungen auf die Notwendigkeit der *suitability* einer Empfehlung bei institutionellen Anlegern hingewiesen.<sup>745</sup>

---

darf; zur weiteren Ausprägung der Bestimmungen zu kreditfinanzierten Geschäften wird das *Board of Governors of the Federal Reserve System* berufen, das dieser Aufgabe durch den Erlass der Regulation T – 12 C.F.R. 220 – nachgekommen ist. Für kreditfinanzierte Geschäfte ist demnach die Führung eines oder mehrerer *margin accounts* vorgesehen – Regulation T 220.4. Ab einem bestimmten Wertverlust – nach NASD Rule 2520(c)(1) muss der vom Kunden eingebrachte Anteil am tatsächlichen Marktwert des Depotkontos neben anderen Voraussetzungen mindestens 25% betragen – müssen vom Kunden binnen fünf Tagen weitere Sicherheiten nachgeschossen werden (*margin* oder *maintenance call*) – NASD Rule 2520(f)(8)(c). Ohne Ausgleich kann der *broker-dealer* die auf dem Konto befindlichen Wertpapiere ohne Weiteres Zögern verwerten und so seine finanziellen Interessen schützen. Eine automatische Benachrichtigung des Kunden über die Liquidation des Kontos aufgrund des *margin call* ist nicht erforderlich, auch wenn dies in der Praxis regelmäßig geschieht – vgl. NASD NTM 00-61.

<sup>737</sup> NASD Rule 2341(a).

<sup>738</sup> LOWENFELS/BROMBERG, Bus.Law. 1999, S. 1557.

<sup>739</sup> Dazu schon SPECIAL STUDY, S. 311, zitiert aus LIBIN/WRONA, Col.Bus.LR 2001, Fn. 26.

<sup>740</sup> Nach Angaben der NASD sind 95% aller Forderungen unter den NASD Mitgliedschaftspflichtversicherungen auf *unsuitability claims* zurückzuführen – zit. bei Lowenfels/Bromberg, *ibid.* S. 1557.

<sup>741</sup> Es gibt eine kaum mehr überschaubare Literatur zu dem Thema; vgl. nur die letzten Beiträge von LOWENFELS/BROMBERG, *ibid.*, S. 1557ff.; LIBIN/WRONA, Col.BLR 2001, S. 601ff.; BLACK, Sec.Reg. LJ 2000, S. 15ff.; aus der älteren Literatur sind insbesondere MUNDHEIM, Duke Law Journal 1965, S. 445ff. ROOT, Col.Bus.LR 1991, S. 288ff.; zumindest in Deutschland oft zitiertes Werk ist auch die allerdings schon ältere Kurzmonographie von ASSMANN (LIABILITY).

<sup>742</sup> LOWENFELS/BROMBERG, Bus.Law 1999, S: 1557, 1561.

<sup>743</sup> Zur Frage der Anwendbarkeit der *suitability rule* auf OTC-Derivatивgeschäfte, deren Basiswert nicht Wertpapiere sind, siehe GIBSON, Loy.U.Chi.L.J. 1998, S. 527, 528f. Unter dem Stichwort der *quantitative suitability* soll sie beispielsweise auch auf *churning*-Fälle anwendbar sein – LIBIN/WRONA, *ibid.*, S. 621f., auch wenn der Unterschied zum eigentlichen Anwendungsbereich der *qualitativ* anlegergerechten Empfehlung gesehen wird – S. 622.

<sup>744</sup> Vgl. GIBSON, Loy.U.Chi.L.J. 1998, S. 527, 529, die die NASD *regulation* in: 61 Fed. Reg. 44,100ff. (1996) zitiert.

<sup>745</sup> GIBSON, a.a.O.

Obwohl weder Bundesgesetze noch Ausführungsregeln der SEC eine allgemeine *suitability rule* vorsehen, haben die verschiedenen Selbstregulierungsorganisationen im Laufe der Jahre eine ganze Zahl von Regeln erlassen, die sich mit Erkundigungs- oder Beratungspflichten von Wertpapierdienstleistern beschäftigen. Für bestimmte Wertpapierarten sind inzwischen auch besondere *suitability*-Regeln bundesgesetzlich oder in der SEC-Regulierung verankert. Als allgemeiner Trend ist festzuhalten, dass Erkundigungs- und Beratungspflichten der Wertpapierdienstleister in den letzten Jahren gerade gegenüber Privatkunden (*non-institutional customers*) gerade bei besonders risikoreichen Geschäften immer mehr in den Vordergrund gerückt sind.

(i) NASD

Die erste und wichtigste *suitability*-Vorschrift hat die NASD schon im Jahre 1938 erlassen und damit *broker-dealers* verpflichtet, einem Kunden nur solche Wertpapiere anzubieten, die *suitable*, also anlegergerecht, sind.<sup>746</sup> Demnach muss ein *broker-dealer*, der einem Kunden ein Wertpapiergeschäft empfiehlt, gewissenhaft nachprüfen, ob diese Empfehlung für den entsprechenden Kunden geeignet ist. Diese Überprüfung hat sich an den Informationen, die der Kunde hinsichtlich seines Wertpapierbestands, seiner finanziellen Lage und seinen Bedürfnissen vermittelt, zu orientieren.

Aufgrund ihrer vagen Formulierung war die *suitability rule* Anlass vielfältiger Diskussionen hinsichtlich der Auslegung. Streitig war insbesondere die Frage, ob die *suitability rule* in dieser ursprünglichen Form eine Erkundigungspflicht beinhaltet.<sup>747</sup> In den sechziger Jahren belegte eine vom Congress abgesegnete Kapitalmarktstudie der SEC, dass die Publizitätspflichten der SEC die Anleger nicht in ausreichendem Maße schützten. Es wurden daher weitere Maßnahmen für erforderlich gehalten, die den *broker* zum Ziel haben sollten, weil dieser als Schlüssel für den Wertpapierhandel angesehen wurde.<sup>748</sup> Für den Wertpapierhändler sollte ein noch ausgeprägteres Berufsrecht (*professionalism*) der *broker-dealer* entworfen werden<sup>749</sup>, das eine Erkundigungspflicht ausdrücklich vorsah. Solch eine *suitability rule* sollte Privatanleger gegenüber aggressiven und unangemessenen Verkaufspraktiken schützen, die sich ausgebreitet hatten und den inhärenten Interessenkonflikt in der Beziehung *broker*-Kunde neutralisieren, in der das Interesse des Wertpapiervermittlers mit dem Kundeninteresse konfligiert.<sup>750</sup> Es sollte allerdings bis 1990 dauern und eines gewissen Drucks seitens der SEC bedürfen, ehe die *suitability rule* entsprechend erweitert und klarer gefasst wurde.<sup>751</sup> Die neu eingefügte NASD Rule 2310(b)

<sup>746</sup> Im heutigen NASD Manual als Rule 2310(a): „*In recommending to a customer the purchase, sale or exchange of any security, a member shall have reasonable grounds for believing that the recommendation is suitable for such customer upon the basis of the facts, if any, disclosed by such customer as to his other security holdings and as to his financial situation and needs*“.

<sup>747</sup> Dreh- und Angelpunkt der Kontroverse war die Auslegung der Formulierung „*if any*“ in Rule 2310(a), die zum einen als Verpflichtung des Wertpapierdienstleisters gelesen wurde, aktiv Erkundigungen einzuholen. Zum anderen wurde befunden, dass die *suitability rule* keine Aussage darüber macht, ob der *broker-dealer* eine Erkundigungspflicht hinsichtlich Anlagestatus, finanzieller Situation und Bedürfnisse des Kunden hat und welche Verantwortlichkeit er hat, wenn er solche Informationen nicht erhält – siehe MUNDHEIM, Duke L.J. 1965, S. 445, 451; COHEN, Yale L.J. 1971, S. 1604, 1605. Die sehr restriktive Position der NASD zu dieser Frage war lange Zeit, dass die *suitability rule* lediglich in solchen Situationen Anwendung finden sollte, in denen der *broker-dealer* wissentlich Umstände, die die *unsuitability* indizierten, nicht berücksichtigt – dazu LOWENFELS/BROMBERG, Bus.Law. 1999, S. 1557, 1564.

<sup>748</sup> SEC, Report of Special Study of Securities Markets, H.R. Doc. Np. 95, 88th Cong. 1st Sess. (1963) – von nun an SPECIAL STUDY; dazu ausführlich MUNDHEIM, Duke L.J. 1965, S. 445ff.; ROOT, Col.Bus.LR 1991, S. 288, 292ff.

<sup>749</sup> Dazu MUNDHEIM, Duke Law Journal 1965, S. 445, 446f.

<sup>750</sup> LIBIN/WRONA, Col.Bus.LJ 2001, S. 601, 604.

<sup>751</sup> ROOT, Col.BLR 1991, S. 289, 291f.; LIBIN/WRONA, Col.Bus.LR 2001, S. 601, 610; LOWENFELS/BROMBERG, ibid., S. 1564.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

nimmt nun ausdrücklich Bezug auf *non-institutional investors*<sup>752</sup> und bestimmt explizit, dass ein *broker-dealer* vor der Ausführung des Geschäfts angemessene Anstrengungen unternommen haben muss, um Informationen über die (1) finanzielle und (2) steuerrechtliche Lage des Kunden sowie (3) seine Anlageziele und (4) weitere für notwendig erachtete Angaben zu erhalten. Dabei fehlt unter den explizit aufgeführten Erkundigungspflichten die Einholung von Informationen zu den Anlageerfahrungen des Kunden; diese kann aber ohne Weiteres unter den gemäß (4) weiteren für notwendig erachteten Angaben erfasst werden.

Im Jahre 1996 erließ die NASD eine weitergehende *suitability*-Richtlinie, die dazu dienen sollten, zu bestimmen, ob ein *broker-dealer* seine *suitability*-Verpflichtungen hinsichtlich bestimmter Transaktionen mit *institutional customers* eingehalten hatte.<sup>753</sup> Hervorzuheben ist hier die von der üblichen Abgrenzung abweichende Definition der *institutional customers*. Demnach sind *institutional customers* bereits alle nicht natürlichen Personen, genauer jedenfalls solche, die wenigstens einen Gesamtbetrag von US\$ 10 Mio. in Wertpapieren angelegt haben<sup>754</sup>, was den Anwendungsbereich der Richtlinie im Vergleich zu der üblicherweise verwendeten Definition erheblich ausweitet.<sup>755</sup>

Nach der Richtlinie sind zwei Überlegungen zur Bestimmung des Umfangs der *suitability*-Verpflichtungen gegenüber einem solchen institutionellen Anleger maßgeblich, zum einen die abstrakte Fähigkeit des Kunden, Anlagerisiken selbständig zu bewerten, zum anderen das tatsächliche Ausmaß der selbständigen Beurteilung von Empfehlungen des *broker-dealer*.<sup>756</sup>

Kommt ein *broker-dealer* zu dem Schluss, dass diese beiden wichtigsten Erwägungen bei einem derart definierten institutionellen Anleger gegeben sind, soll seine *suitability obligation* erfüllt sein.

#### (ii) Weitere Rechtsgrundlagen

##### (1) NYSE

Neben der NASD *suitability rule* ist auch die NYSE Rule 405 im Bereich der Erkundigungs- und Beratungspflichten von großer Bedeutung. Diese Regel verpflichtet alle *broker-dealers*, die Mitglied der NYSE sind, ihre Kunden zu kennen (*know your customer*). Sie müssen daher im Rahmen dieser Verpflichtung unter Anwendung gebührender Sorgfalt die wesentlichen kundenbetreffenden Tatsachen (*essential facts*) in Erfahrung bringen. Diese Regel sollte ursprünglich Wertpapierdienstleister vor verantwortungslosen Kunden schützen.<sup>757</sup>

Mehrere bedeutende Unterschiede zwischen der NYSE *know your customer*-Regel und der NASD *suitability rule* sind auszumachen: Zum einen ist die NYSE-Regel auf alle Kunden, alle Aufträge und alle Depotkonten anwendbar und ist nicht beschränkt auf Empfehlungen.

<sup>752</sup> Für deren Definition auf NASD Rule 3110(c)(4) verwiesen wird.

<sup>753</sup> NASD IM-2310-3; zu den eigentlichen Gründen für diese Richtlinien als „*safe harbour*“ für Wertpapierdienstleister gegen Klagen seitens institutioneller Anleger, die Anfang der 90er Jahre mit hochspekulativen Derivatgeschäften hohe Verluste eingefahren hatten, siehe LOWENFELS/BROMBERG, *ibid.*, S. 1568.

<sup>754</sup> *Ibid.*

<sup>755</sup> Zu der sonst üblichen Definition von *institutional customers* siehe die Ausführungen zu § 10 I. 1.

<sup>756</sup> NASD IM-2310-3 führt aus: „*A determination that a customer is making independent investment decisions will depend on the nature of the relationship that exists between the member and the customer. Relevant considerations could include: any written or oral understanding that exists between the member and the customer regarding the nature of the relationship between the member and the customer and the services to be rendered by the member; the presence or absence of a pattern of acceptance of the member's recommendations; the use by the customer of ideas, market views and information obtained from other members or market professionals, particularly those relating to the same type of securities; and the extent to which the member has received from the customer current comprehensive portfolio information in connection with discussing recommended transactions or has not been provided important information regarding its portfolio or investment objectives.*“

<sup>757</sup> LIBIN/WRONA, Col.Bus.LR 2001, S. 601, 625.



Zweitens definiert die NYSE-Regel die in Erfahrung zu bringenden *essential facts* nicht weiter und unterscheidet auch nicht zwischen *institutional* und *non-institutional customers*. NYSE Rule 405 kann aufgrund ihres allgemeinen Charakters zu einem Problem für *execution-only broker* werden, die in der Regel keine Empfehlungen ausgeben. Denn laut NYSE ist Rule 405 gleichermaßen auf *discount* oder *execution-only brokers* anwendbar.<sup>758</sup>

In der Praxis hat die NYSE hingegen die *know your customer*-Regel niemals so gedeutet, dass diese auch ohne Empfehlung eine automatische Erkundigungspflicht beinhaltet, so dass die NYSE-Regel eine weitgehend ähnliche Auslegung erfahren hat wie die NASD *suitability rule*.<sup>759</sup>

## (2) Anti-fraud-Generalklausel der SEC

Die SEC selbst hat über die *anti-fraud*-Generalklausel der SEA Rule 10b-5 die *shingle theory* auch auf *suitability*-Fälle angewendet.<sup>760</sup> Allerdings liegt die Schwelle für einen Verstoß gegen *anti-fraud provisions* viel höher, weil diese nur bei Handlungen, die *scienter* sind, also mit Vorsatz (*intention*) oder zumindest in grober Fahrlässigkeit (*recklessness*) erfolgen, eingreifen, während ein Verstoß gegen die NASD *suitability rule* auch bei lediglich fahrlässigem oder unsorgfältigem Verhalten eines *broker-dealer* gegeben ist.<sup>761</sup>

### (iii) Pflichteninhalt

#### (1) Empfehlung

Obwohl eine klare und eindeutige Definition einer Empfehlung (*recommendation*) im Sinne der *suitability rule* weder in einem Regelwerk enthalten noch im *case law* geklärt ist, lassen sich aus einer Analyse der Regeln und des *case law* zwei grundlegende Parameter entnehmen, die eine Empfehlung *suitable* machen.<sup>762</sup>

Die Empfehlung muss zum einen kundengerecht (*customer-specific*) sein. Die Empfehlung muss die Anlageziele und Anlageerfahrung des Kunden berücksichtigen und sicherstellen, dass die Art der empfohlenen Anlage mit dem finanziellen Profil des Kunden übereinstimmt. Es verstößt dabei gegen das *fair dealing*-Prinzip, wenn Empfehlungen gegeben werden, die die finanziellen Möglichkeiten des Kunden übersteigen.<sup>763</sup> Insbesondere kann die Empfehlung eines Wertpapiers, an dessen Vertrieb der Wertpapierdienstleister ein besonderes Interesse hatte, gegen die *suitability rule* verstoßen, weil damit nicht gewährleistet ist, dass der *broker-dealer* eine Übereinstimmung der Kundenbedürfnisse mit dem geeignetsten Anlageprodukt hergestellt hat, sondern primär seine eigenen Interessen verfolgt.<sup>764</sup> Auch das bestehende Anlageportfolio des Kunden ist zu beachten, um die nach der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie erforderliche Anlagediversifikation zu gewährleisten; eine zu geringe Diversifikation des Anlageportfolios soll die *suitability rule* verletzen.<sup>765</sup>

Anlegergerecht sind demnach nur solche Empfehlungen, die bei Berücksichtigung der individuellen Risikoschwelle des Kunden eine optimale Ertragsrate des Anlageportfolios

<sup>758</sup> Donald Siemer, NYSE Director, 22.12.1989, zit. von LOWENFELS/BROMBERG, Bus.Law.1999, S: 1557, 1572, Fn. 73.

<sup>759</sup> RAPP, Ohio N.U.L.Rev. 1998, S. 189, 192, Fn. 10: „... NYSE Rule 405 is typically considered in pari materia with the NASD Rule.“

<sup>760</sup> Siehe beispielsweise D.F. Bernheimer & Co., 41 S.E.C., S. 358, 361 (1963) oder B. Fennekohl & Co., 41 S.E.C., S. 210, 215 (1962).

<sup>761</sup> Dazu siehe LIBIN/WRONA, Col.Bus.LR 2001, S. 601, 629f.; LOWENFELS/BROMBERG, Bus. Law. 1999, S. 1557, 155

<sup>762</sup> Ähnlich auch LIBIN/WRONA, ibid., 615ff.

<sup>763</sup> NASD IM-2310-2(b)(5).

<sup>764</sup> LIBIN/WRONA, Col.Bus.LR 2001, S. 601, 619.

<sup>765</sup> Dazu ausführlich BOOTH, Bus. Law. 1999, S. 1599, 1626f.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

erreichen.<sup>766</sup> Um die Risikoschwelle des Kunden verbindlich festzulegen, wird eine standardisierte Einordnung in unterschiedliche Anlagerisikoklassen vorgeschlagen.<sup>767</sup> Des Weiteren muss die Empfehlung jedenfalls auf einer ausreichenden Kenntnis des empfohlenen Wertpapiers beruhen. Demnach kann ein Wertpapierdienstleister nicht feststellen, dass ein Wertpapier für einen bestimmten Kunden passend ist, wenn er nicht mindestens sicherstellen kann, dass eine Empfehlung dieses Wertpapiers für wenigstens *einige* Kunden passend ist. Um also ein Wertpapier überhaupt empfehlen zu können, muss der Wertpapierdienstleister seine Empfehlung auf eine hinlängliche Wissensgrundlage (*reasonable basis*) über das Produkt stützen.<sup>768</sup> Die Empfehlung muss insbesondere eine Aufdeckung der produktbezogenen Umstände beinhalten, die den *broker-dealer* dazu veranlassen, gerade dieses Wertpapier für eines zu halten, das den Kundenbedürfnissen entspricht.<sup>769</sup>

#### (2) *Execution-only*

Die Anwendung der *suitability rule* auf *discount* oder *online brokers* ist in den USA Gegenstand heftiger Diskussionen.<sup>770</sup> Grundsätzlich gilt, dass die *suitability rule* nur dann Anwendung findet, wenn der *broker-dealer* auch tatsächlich eine Empfehlung (*recommendation*) ausspricht.<sup>771</sup> Dabei ist allerdings zu beachten, dass die *recommendation*, die die *suitability* auslöst, keine explizite Empfehlung in dem Sinne sein muss, dass der *broker-dealer* im Rahmen einer Beratung ein bestimmtes Wertpapier als eine geeignete Anlage bezeichnet. NASD NTM 96-60 geht spezifisch auf dieses Problem ein und stellt fest, dass eine Reihe von Umständen bei einer Transaktion zur Annahme einer Empfehlung führen können. Die Feststellung einer Empfehlung soll demnach nicht nur davon abhängen, ob der *broker-dealer* zur Transaktion aufgefordert hat oder nicht (*solicited* oder *unsolicited*); es kann auch schon ausreichen, wenn dem Kunden durch irgendwelche Mittel (Werbesendungen, Emails oder telefonische Kundengespräche) ein bestimmtes Wertpapier zur Kenntnis gebracht wird. Für die Annahme einer *recommendation* kann es also schon genügen, dass auf der Webseite in werbender Form Wertpapiere dargeboten werden, weil allein dies den Kunden zum Kauf verleiten könnte.<sup>772</sup> In einem Bericht der SEC zum Thema *Online Brokerage* werden fünf verschiedene Szenarien dargestellt, bei der je nach Verhalten des *online brokers*

<sup>766</sup> COHEN, Yale Law Journal 1971, S. 1604, 1634f.

<sup>767</sup> COHEN, a.a.O., S. 1635; ANDERSON/WINSLOW, Kentucky Law Journal 1992, S. 121f.; auch die wirtschaftswissenschaftliche Theorie erkennt an, dass eine Pauschalisierung nur begrenzt möglich ist und letztlich die individuellen Umstände des Einzelfalls die Frage entscheiden, ob eine Empfehlung *suitable* war oder nicht – siehe COHEN a.a.O., S. 1634.

<sup>768</sup> F.J. Kaufman and Co., 50 S.E.C. S. 164ff (1989) ist der grundlegende SEC- Fall zum Erfordernis der *reasonable basis*.

<sup>769</sup> LIBIN/WRONA, *ibid.* S. 620; im Rahmen der Empfehlung muss also eine Aufklärung über produktbezogene Tatsachen erfolgen – zum Zusammenhang zwischen produktbezogener Aufklärung und Empfehlung siehe § 7 IV. 2. b) .

<sup>770</sup> Für eine eingehende Darstellung der vorgebrachten Argumente siehe LIBIN/WRONA, *ibid.*, 639ff.

<sup>771</sup> LIBIN/WRONA, Col.Bus.LR. 2001, S. 601, 614, unter Hinweis auf die NASD *Notice to Members* (NTM) 96-60, die die Anwendung von Rule 2310 auf Situationen, in denen ein *broker-dealer* lediglich eine Transaktion ausführt (*execution-only*), ohne eine Empfehlung abzugeben, explizit verneint. Die gleiche Aussage lässt sich auch der SEC Release No. 34-27160 vom 22.08.1989 entnehmen.

<sup>772</sup> LIBIN/WRONA, *ibid.*, S. 641ff.; dazu auch NASD NTM 96-60: “However, a broad range of circumstances may cause a transaction to be considered recommended, and this determination does not depend on the classification of the transaction by a particular member as “solicited” or “unsolicited.” In particular, a transaction will be considered to be recommended when the member or its associated person brings a specific security to the attention of the customer through any means, including, but not limited to, direct telephone communication, the delivery of promotional material through the mail, or the transmission of electronic messages.“

die *suitability*-Pflicht ausgelöst ist oder nicht.<sup>773</sup> Innerhalb dieses fließenden Kontinuums sind die Einzelheiten noch ungeklärt und werden weiterhin kontrovers diskutiert.<sup>774</sup>

### (3) Allgemeine Warnpflichten

Entscheidet sich ein Anleger trotz Aufklärung und Beratung über Interessenkonflikte und Anlagerisiken für eine Transaktion, die für ihn *unsuitable* ist, kann der Kunde sich nicht im Nachhinein auf die *suitability rule* berufen, wenn der beratende Wertpapierdienstleister die von ihm gewünschten Transaktionen durchführt.<sup>775</sup> Ebenso wenig hat der Wertpapierdienstleister – weder nach den gesetzlichen Bestimmungen noch nach den SRO-Regeln – eine automatische Pflicht, einen Anleger, dem er keine Beratung und Empfehlung zuteil werden lässt, davor zu bewahren, sich durch die Anlage in nicht anlegergerechten Papieren finanziell zu schädigen oder im Extremfall gar zu ruinieren.<sup>776</sup> Aufgrund der zunehmenden Zahl von Transaktionen, die über *execution-only broker* abgewickelt werden, beginnen diese einstmals klar gesteckten Grenzen der *suitability doctrine* allerdings zugunsten einer weiter gefassten Interessenwahrungspflicht des Wertpapierdienstleisters aufgeweicht zu werden. Wertpapierdienstleister sind beispielsweise in verschiedenen Schiedsgerichtsverfahren unter dem Stichwort des „*dram shop*“<sup>777</sup> über die bestehende Rechtsdoktrin hinausgehenden Verpflichtungen unterworfen worden.<sup>778</sup> Demnach sollte auch ein *execution-only broker*, ohne eine Empfehlung abgegeben zu haben, verpflichtet werden, einen unerfahrenen Investor, der riskante Anlagegeschäfte tätigt, zu warnen bzw. als letzten Schritt die Ausführung solcher Transaktionen zu verweigern.<sup>779</sup> Eine eindeutige Klärung der Reichweite der Warnpflichten von *broker-dealers*, die keine Beratungsleistungen erbringen, steht noch aus.<sup>780</sup>

### (iv) Suitability für besonders risikoreiche Geschäfte

Entsprechend der verschärften Aufklärungspflichten bei bestimmten risikoreichen Geschäften sind für solche Transaktionen auch intensiviertere *suitability rules* eingeführt worden.

*Day trading*-Geschäfte eines Privatkunden darf ein Wertpapierdienstleister beispielsweise nur dann durchführen, wenn er entscheiden kann, ob solche Geschäfte für diesen Kunden angebracht (*appropriate*) sind. Diese Entscheidung soll er anhand von wesentlichen, den Kunden betreffenden Tatsachen (*essential facts relative to the customer*) treffen, die er unter Anwendung angemessener Sorgfalt (*reasonable diligence*) beim Kunden ermitteln soll; diese

<sup>773</sup> Bericht der SEC Commissioner Laura S. Unger (UNGER REPORT) : *Online Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace* (November 1999) – <http://www.sec.gov/pdf/cybrtrnd.pdf>, S. 32-4.

<sup>774</sup> Vgl. dazu die umfassenden Analysen bei LIBIN/WRONA, *ibid.*, S. 630ff. und BLACK, Sec.Reg.LJ 2000, S. 15, 19ff. Allgemeingültige Abgrenzungskriterien, wann eine Empfehlung vorliegt oder nicht, sind wohl nicht möglich; in diesem Sinne auch SEC Release No. 34-44992, S. 8, Fn. 42: „*.. whether a broker-dealer has made a recommendation is a question that can only be answered by considering all of the facts and circumstances.*“

<sup>775</sup> MUNDHEIM, Duke L.J. 1965, S. 449, 475f.

<sup>776</sup> Allgemeine Meinung – SEC Release No. 34-27160 vom 22.08.1989, S. 52 („[T]he NASD and other suitability rules have long applied only to „recommended“ transactions.“) und NASD NTM 96-60; a.M. ohne Begründung und mit falschem Zitat GIBSON, Loy.U.Chi.L.J. 1998, S. 527, 547, Fn. 120.

<sup>777</sup> Dieser Begriff bezieht sich auf die – wohl lediglich moralische – Verpflichtung eines Kneipiers, einen Kunden, der sich in seiner Kneipe (*dram shop*) exzessiv Alkohol zuführt, ab einem bestimmten Punkt nicht weiter zu bedienen.

<sup>778</sup> LOWENFELS/BROMBERG, Bus.Law. 1999, S. 1557, 1594.

<sup>779</sup> BLACK, Sec.Reg.LJ 2000, S. 15, 31f.

<sup>780</sup> Dazu auch der UNGER REPORT, S. 33, zu personalisierbaren Webseiten von *online brokers*: „*If however, the customer does identify herself as a particular type of investor, the firm is on notice that the customer is following stocks that may be inappropriate for her if she has indicated a very low risk tolerance. ... As a good business practice, the firm would probably want to advise the customer (in writing and prior to executing any transactions) that risky stocks are not consistent with a conservative investment strategy.*“

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

essential facts umfassen Angaben zu Anlagezielen, Anlageerfahrung, finanzieller Situation samt jährlichen Gesamteinkünften, geschätztem (verfügbarem) Gesamtvermögen, Steuerstatus, Stellung im Erwerbsleben, Familienstand und Alter.<sup>781</sup> Dabei handelt es sich also im eigentlichen Sinne nicht um eine besondere *suitability rule* im Rahmen einer Empfehlung des Wertpapierdienstleisters, sondern um die Verpflichtung zur *a priori*-Prüfung, ob der Kunde für eine bestimmte besonders risikoreiche Anlagestrategie geeignet ist.

Das gleiche gilt beim Vertrieb von *penny stocks*: Nach SEA Rule 15c-9(b)(1) und (2), auf die auch NASD IM-2310-1 verweist, darf ein Wertpapierdienstleister *penny stock*-Geschäfte für einen Kunden erst dann ausführen, wenn er vom Kunden Informationen über die finanzielle Situation sowie Anlageerfahrung und -ziele erhalten hat und aufgrund dieser Informationen entscheiden kann, dass *penny stock*-Geschäfte für den betreffenden Kunden *suitable* sind und dieser über ausreichend Wissen und Erfahrung verfügt, um die Risiken solcher Transaktionen zu bewerten.

Die *suitability rule* ist auch für Optionsgeschäfte weiter gefasst: So muss der *broker-dealer* vor Ausführung der Transaktion neben den allgemeingültigen *suitability standards* nach sorgfältiger Würdigung der Sachlage auch davon ausgehen können, dass der Kunde über ausreichend Wissen und Verständnis verfügt, um das Risiko der empfohlenen Transaktionen zu verstehen sowie überdies finanziell in der Lage ist, die potentiellen Verluste zu tragen.<sup>782</sup>

Die NFA hat im Jahre 2001 neben der schon bestehenden allgemeinen „*know your customer rule*“ eine weitergehende *suitability rule* im Bereich der *securities futures*, also der Futures, deren Basiswert Wertpapiere sind, eingeführt.<sup>783</sup> Die „*know your customer*“-Regel, die mit Risikoaufklärungspflichten verbunden ist, sieht lediglich vor, dass Mitglieder der NFA vor der Eröffnung eines Depotkontos für einen Kunden mit der erforderlichen Sorgfalt (*due diligence*) versuchen müssen, genau aufgelistete, aber eher allgemein gehaltene Kundeninformationen beispielsweise hinsichtlich Alter, Einkommen, Familienstand, Gesamtvermögen, etc. zu erhalten.<sup>784</sup> Diese Informationen sollten lediglich gespeichert werden, hatten aber keinerlei Einfluss auf etwaige Empfehlungen, die gerade nicht darauf geprüft werden mussten, ob sie den Kundenbedürfnissen entsprachen und demnach *suitable* waren.<sup>785</sup> Für *non-institutional customers* sieht die neue nunmehr Regel vor, dass eine Empfehlung für *securities futures* erst dann erfolgen darf, wenn der Wertpapierdienstleister *reasonable efforts* unternommen hat, Kundeninformationen bezüglich Anlagezielen und finanzieller Lage zu erhalten.<sup>786</sup> Mit der Einführung der neuen zusätzlichen Regel gilt allgemein für Empfehlungen von Geschäften mit *securities futures* eine verschärfte *suitability rule*, die nicht nur bestimmt, dass eine Empfehlung nur dann abgegeben werden darf, wenn der Wertpapierdienstleister sinnvollerweise annehmen kann, dass die Empfehlung für den Kunden gemessen an seinen gegenwärtigen Anlagezielen und seiner finanziellen Situation nicht ungeeignet ist.<sup>787</sup> Überdies soll ein solches Geschäft nur dann empfohlen werden, wenn zum Zeitpunkt der Empfehlung davon ausgegangen werden kann, dass der Kunde sowohl fähig ist, die Risiken dieses Geschäfts zu beurteilen, als auch finanziell in der Lage ist, diese

---

<sup>781</sup> NASD Rule 2360(b)(1)-(7).

<sup>782</sup> NASD Rule 2844 für Indexoptionsanleihen (*index warrants*) oder NASD Rule 2860(b)(19) für Optionen (*options*) allgemein; dazu GIBSON, Loy.U.Chi.L.J. 1998, S. 527, 548.

<sup>783</sup> Vgl. NFA Rule 2-30(j)(1)-(5); dabei sind *institutional customers* neben den üblichen Institutionen wie Banken, Versicherungsgesellschaften oder Kapitalanlagegesellschaften im Gegensatz zur NASD Rule 3110 schon solche weiteren Personen, die mehr als US\$ 50 Mio. Kapitalvermögen aufweisen – NFA Rule 2-30(j)(3)(v).

<sup>784</sup> NFA Rule 2-30(a)-(c).

<sup>785</sup> GIBSON, Loy.U.Chi.L.J. 1998, S. 527, 561.

<sup>786</sup> NFA Rule 2-30(j)(3).

<sup>787</sup> NFA Rule 2-30(j)(4).

zu tragen.<sup>788</sup> Auch nach dieser Erweiterung der NFA-Regeln gilt hingegen für den gesamten *commodities futures*-Bereich, dass es *suitability*-Regeln weiterhin weder für börsennotierte noch für *over the counter*-Derivatprodukte gibt.<sup>789</sup>

### III. DURCHSETZUNG DER WOHLVERHALTENSPLICHTEN

Die rechtliche Durchsetzung der Wohlverhaltenspflichten wird durch drei unterschiedliche Maßnahmen gewährleistet. Zum einen sind der SEC und den verschiedenen SROs vielfältige Sanktionsmöglichkeiten an die Hand gegeben, um die Einhaltung der Verhaltenspflichten zu gewährleisten.

Neben den allgemeinen Instrumenten des *common law* hat der Privatanleger auch die Möglichkeit, durch explizite bzw. implizierte *private rights of action*, die bei einem Verstoß gegen die aufsichtsrechtlichen *anti-fraud*-Bestimmungen gewährt werden, ex post gerichtlich Schadensersatz einzufordern. Eine weitere Möglichkeit des *investor*, der Verletzung von Verhaltenspflichten entgegenzutreten und Restitution zu erlangen, ist der Weg über alternative Streitbeilegungsmechanismen.

#### 1. AUFSICHTSRECHTLICH: SANKTIONEN DURCH SEC UND NASD

Die SEC selbst kann nach Sec. 15(b)(4) SEA Aufsichts- und Disziplinarmaßnahmen gegenüber den *broker-dealers* durchführen. Diese Befugnisse sind weitreichend und erstrecken sich u.a. auf die Durchführung eigener Ermittlungsverfahren, die Festsetzung von Geldbußen, den Erlass von Anordnungen und die Beantragung der Einleitung eines Strafverfahrens.<sup>790</sup> Die SEC hat ihre Aufsichtskompetenzen allerdings in der Praxis weitgehend auf die NASD bzw. die einzelnen *exchanges* übertragen.<sup>791</sup> Die Selbstregulierung durch die NASD regelt Sec. 19(g)(1) SEA, der die Einhaltung und Durchsetzung der von den SROs aufgestellten Regeln verlangt; der SEC kommt dabei eine Aufsichts- und Kontrollfunktion zu, die ihrerseits wiederum der Kontrolle durch die Gerichte unterliegt. Die sogenannten *self-regulatory responsibilities* verpflichten die NASD, Regeln zur Sicherstellung eines fairen und freien Handels unter Verhinderung betrügerischer Praktiken zu erlassen und über Disziplinarmaßnahmen durchzusetzen.<sup>792</sup> Die Disziplinarmaßnahmen müssen die Disziplinierung der Mitglieder und mit ihnen assoziierter Personen sicherstellen. Im NASD Manual sind die Sanktionsmöglichkeiten für Verstöße gegen die dort verzeichneten Vorschriften geregelt. Solche Sanktionen reichen von einer einfachen Rüge über die Verhängung einer Geldbuße bis hin zur zeitweiligen Suspendierung oder gar einem endgültigen Ausschluss eines Mitglieds.<sup>793</sup> Die Überprüfung der Sanktionsentscheidung der

---

<sup>788</sup> NFA Rule 2-30(j)(5) ist damit substantiell identisch mit der NASD-Regel 2860(b)(19) für Optionsgeschäfte.

<sup>789</sup> Eine ausführliche Begründung dafür liefert GIBSON, a.a.O., S. 571 ff., die darauf abstellt, dass die Kunden auf den *commodities markets* fast ausschließlich *institutional customers* sind und ein *suitability*-Erfordernis ökonomisch unsinnig wäre, weil die Geschäfte der *institutional investors* mit den *broker-dealers at arms length* stattfinden. Dieser Argumentation lässt sich entgegenhalten, dass die *suitability requirements* der NASD aber gerade und in verschärfter Form für *securities futures* gelten, obwohl dort die Anlagestruktur ähnlich stark von institutionellen Anlegern geprägt ist. Im übrigen bedarf der institutionelle Anleger gerade im Bereich risikoreicher Derivatgeschäfte eines erhöhten Schutzes, unabhängig davon, ob diese als Basiswert einen Rohstoff oder ein Wertpapier haben.

<sup>790</sup> Vgl. Sec. 20, 21 SEA.

<sup>791</sup> BLIESENER, S. 68f.

<sup>792</sup> Vgl. Sec. 15A(b)(6) SEA.

<sup>793</sup> Siehe NASD Rule 8310(a).

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

NASD kann ein *broker-dealer* durch Einlegung eines Widerspruchs verlangen, der von der SEC geprüft wird.<sup>794</sup> Die Entscheidung der SEC wird ihrerseits durch die U.S. *courts of appeals* kontrolliert.<sup>795</sup>

## 2. PRIVATRECHTLICH

### a) *PRIVATE RIGHTS OF ACTION*

Die Durchsetzung der Verhaltensregeln kann zum einen privatrechtlich durch sogenannte *private rights of action*, d.h. Schadensersatzklagen von Anlegern, erfolgen. Solche Ansprüche können entweder direkt durch das Gesetz gewährt werden oder im Gesetz lediglich angelegt sein; dann ist die Rede von *implied private rights of action*.<sup>796</sup>

Ausdrückliche *private rights of action* gegen *broker-dealer* gewähren zwei Normen der *securities regulation*, Sec. 9(e) SEA und Sec. 12(a)(2) SA. Keine der beiden Vorschriften ist jedoch in privatrechtlichen Verfahren von großer Wirksamkeit gewesen, weil die diversen anspruchsbegründenden Anforderungen in der Praxis kaum zu beweisen sind.<sup>797</sup>

Das wichtigste *private right of action* hingegen ist *implied* und wird aus SEA Rule 10b-5 hergeleitet. Ein solches Recht wurde in einer ersten Entscheidung schon 1946 gewährt, später vom Supreme Court bestätigt und ist inzwischen allgemein anerkannt.<sup>798</sup> Für andere Normen der *securities regulation* hingegen ist eine *implied civil liability* mehrheitlich nicht anerkannt worden.<sup>799</sup> Nach einer Entscheidung des Supreme Court gilt daher auch, dass eine Verletzung von Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten kein *implied private right of action* eröffnet, da der Gesetzgeber in Sec. 17(a) SEA Aufzeichnungspflichten lediglich normiert habe, um eine Beaufsichtigung der regulierten Firmen zu gewährleisten, die aber keine Ausstrahlungswirkung auf Dritte habe.<sup>800</sup> Inwieweit dieses Urteil nach den demnächst erfolgenden Änderungen der *Books and Records Rules* Bestand haben wird, kann hier nicht analysiert werden, ist aber zumindest zweifelhaft, dienen doch die neuen Rules ausdrücklich auch dem Anlegerschutz.<sup>801</sup>

Für die Annahme eines *right of action* nach SEA Rule 10b-5 ist aufgrund seiner Herleitung aus den *anti fraud*-Bestimmungen zunächst eine Täuschungshandlung (*misstatement* oder *omission*) im Zusammenhang mit einer Wertpapiertransaktion erforderlich. Die Täuschung muss vom Wertpapierdienstleister *scienter* (vorsätzlich) bzw. unter Umständen auch lediglich *reckless* (mit größter Fahrlässigkeit) vorgenommen werden. Des Weiteren muss die Täuschung auch *material* (wesentlich) für die Entscheidung des Kunden gewesen sein. Schließlich muss für einen Anspruch aus SEA Rule 10b-5 dem Anleger ein Schaden entstanden sein, für dessen Entstehung die Täuschungshandlung, also das Fehlverhalten des

---

<sup>794</sup> Sec. 19(d) und (e) SEA.

<sup>795</sup> Sec. 25(a)(1) SEA.

<sup>796</sup> Zu den verschiedenen Anspruchsgrundlagen aus den allgemeinen *anti fraud*-Bestimmungen siehe ASSMANN (LIABILITY), S. 81ff.

<sup>797</sup> Dazu ausführlich POSER, S. 230ff.

<sup>798</sup> Vgl. *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375, 380 (1983): “Although Sec. 10(b) does not provide an express private cause of action, the existence of an implied private cause of action under Sec. 10(b) and Rule 10b-5 is so well established in the courts that its existence is “beyond peradventure”.”

<sup>799</sup> Die Einzelheiten sind streitig, siehe Poser, S. 234ff.; LOSS/SELIGMANN, S. 1169ff.; HAZEN, Bd. 3, S. 339f.

<sup>800</sup> *Touche Ross & Co. v. Redington*, 442 U.S. 560, 99 S.Ct. 2479, 61 L.Ed.2d 82 (1979); dazu LOSS/SELIGMANN, S. 1178f.

<sup>801</sup> SEC Release No. 34-44992, *Supplementary Information IX a.E.*: “The Commission believes that any burden imposed by the amendments is justified by the enhanced investor protections described above.”

*broker-dealer* ursächlich war.<sup>802</sup> Schwierigkeiten bei der Erfüllung der Anspruchsvoraussetzungen bereitet das *implied right of action* aus SEA Rule 10 b-5 daher meist, weil das Fehlverhalten vorsätzlich erfolgt sein muss.<sup>803</sup>

Es ist heftig umstritten, ob die Verletzung von SRO-Regeln geschädigten Anlegern ein *implied private right of action* einräumt.<sup>804</sup> Dagegen sprechen nach herrschender Meinung<sup>805</sup> mehrere Gründe: Zum einen schreiben die gesetzlichen Grundlagen für die SRO-Regeln<sup>806</sup> im SEA kein bestimmtes Verhalten von SRO-Mitgliedern vor. Das Thema wird in den Motiven und im Laufe der Entstehungsgeschichte des SEA nicht erwähnt. Überdies spricht gegen ein legislatorisches Versäumnis, dass durch das Gesetz mehrere zivilrechtliche Anspruchsnormen geschaffen wurden. Die den SROs durch das Gesetz gewährte weitgehende Selbstverwaltung umfasst auch die Durchsetzbarkeit der eigenen Regeln; dies legt nahe, dass der Gesetzgeber dies als das einzige Instrument der Anspruchsverfolgung angesehen hat.<sup>807</sup> Allerdings kann der Verstoß gegen eine SRO-Regel Grundlage eines Verfahrens nach Rule 10b-5 sein, sofern alle Anspruchsvoraussetzungen für ein solches Verfahren erfüllt sind.<sup>808</sup>

Abgesehen von den bundesgesetzlichen Anspruchsgrundlagen haben Anleger überdies die Möglichkeit, über das einzelstaatliche *common law* aus der Verletzung von etwaigen treuhänderischen Pflichten (*fiduciary duties*) gegen den Wertpapierdienstleister vorzugehen.<sup>809</sup> Auch eine allgemeine Interessenwahrungspflicht (*duty of care*) kann dem Wertpapierdienstleister unter Umständen obliegen und so eine Anspruchsgrundlage für den Kunden erzeugen.<sup>810</sup> Im Einzelnen ist eine beträchtliche Diskordanz der Rechtsprechung bezüglich der adäquaten Anwendung der *common law*-Prinzipien (*fiduciary principles*, *agency principles* oder *contract law*) zu verzeichnen; so wird im *case law* sowohl vertreten, dass die Beziehung Wertpapierdienstleister (*broker*) – Kunde generell treuhänderischer Natur sei, als auch bisweilen, dass lediglich allgemeine Vertragsprinzipien anwendbar seien.<sup>811</sup> Da die SRO Rules allgemeine Verhaltensregeln der Wertpapierbranche festschreiben, soll nach einer Meinung ein Verstoß gegen die NASD *suitability rule* eine *common law*-Klage wegen Sorgfaltspflichtverletzung (*negligence*) begründen können.<sup>812</sup>

#### b) ALTERNATIVE STREITBEILEGUNG

Mehr und mehr werden Streitigkeiten über die Verhaltenspflichten zwischen *broker-dealers* und ihren Kunden im amerikanischen Wertpapiergeschäft jedoch mittels ADR-Verfahren (*arbitration*) gelöst.<sup>813</sup> Verfahren der alternativen Streitbeilegung haben den Vorteil, dass sie für beide Parteien schneller und für die unterlegene Partei meist kostengünstiger zu einer Entscheidung kommen. Seitdem der U.S. Supreme Court seine ursprüngliche Rechtsprechung aufgegeben hat<sup>814</sup>, nach der standardisierte Schiedsgerichtsklauseln bei Vertragsabschluss für

<sup>802</sup> Im Einzelnen zu den Anspruchsvoraussetzungen POSER, S. 238-265.

<sup>803</sup> LOWENFELS/BROMBERG, Bus.Law. 1999, S. 1557, 1584ff.

<sup>804</sup> Dazu ausführlich POSER, S. 206ff.

<sup>805</sup> HAZEN, S. 338f., mit umfangreichen Nachweisen zur überwiegend ablehnenden Rechtsprechung.

<sup>806</sup> Beispielsweise Sec. 6, 15A, 15B SEA.

<sup>807</sup> POSER, S. 207.

<sup>808</sup> HAZEN, S. 339.

<sup>809</sup> Ausführlich zu etwaigen *fiduciary duties* der Wertpapierdienstleister HAZEN, Bd. 3, S. 248ff.

<sup>810</sup> Dazu LOWENFELS/BROMBERG, Bus.Law. 1999, S. 1557, 1589ff.

<sup>811</sup> Daher meint BLACK, Sec.Reg.LJ 2000, S. 15, 17, Fn. 6 a.E. zu Recht: "*The cases are fact-specific and provide little guidance.*"

<sup>812</sup> POSER, S. 211.

<sup>813</sup> LOWENFELS/BROMBERG, Bus.Law. 1999, S. 1557, 1593.

<sup>814</sup> Shearson/American Express, Inc. V. McMahon, 482 U.S. 220, 107 S.Ct. 2332, 96 L.Ed.2d 185 (1987).

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

Ansprüche aus der *federal securities regulation* nicht durchsetzbar waren<sup>815</sup>, vereinbarten die meisten *broker* von ihren Kunden schon bei Beginn der Geschäftsbeziehung eine solche Schiedsgerichtsklausel (*arbitration agreement*).<sup>816</sup> Arbitrators sind prinzipiell nicht an rechtstheoretische Erwägungen oder Rechtsnormen gebunden, sondern entscheiden unter Berücksichtigung aller Umstände “*upon the equities*“.<sup>817</sup> NASD als auch NYSE haben eigene *arbitration* oder *dispute resolution systems* eingerichtet, die einer eigenen Verfahrensordnung (*code of arbitration*) unterliegen und innerhalb derer unabhängige kundige Sachverständige Konflikte zwischen Kunden und Wertpapierdienstleistern bearbeiten. Dabei besteht im Vergleich mit den europäischen *ombudsman*-Verfahren ein erheblicher Unterschied: Die US-amerikanischen *arbitration decisions* unterliegen nur noch einer stark eingeschränkten gerichtlichen Kontrolle. Demnach können nur Entscheidungen, die von einem eindeutigen Fehler (*obvious error* oder *clearly erroneous*) bzw. einer augenfälligen Nichtbeachtung des Rechts (*manifest disregard of the law*) getragen werden, einer gerichtlichen Nachprüfung unterzogen werden<sup>818</sup>, wodurch die Schiedsverfahren die gerichtliche Kontrolle praktisch ersetzen.

---

<sup>815</sup> Sogenannte *Wilko Doctrine*, *Wilko v. Swan*, 346 U.S. 427, 74 S. Ct. 182, 98 L.Ed. 168 (1953).

<sup>816</sup> HAZEN, Bd. 3, S. 248ff.

<sup>817</sup> D.h. nach reinen Gerechtigkeitsmaßstäben, LOWENFELS/BROMBERG, Bus.Law. 1999, S. 1557, 1594.

<sup>818</sup> Dazu ausführlich HAZEN, Bd. 3, S. 376ff.



## § 11 GROSSBRITANNIEN

Anders als in den USA, wo die Wertpapierregulierung seit der Einführung der *securities regulation* eher das Produkt ständiger Anpassung an die Marktentwicklungen ist, was zu disparaten, sich vielfältig überlappenden Regelungen geführt hat, ist die britische *financial regulation* in den letzten zwanzig Jahren zweimal tiefgreifenden Reformen unterworfen gewesen.<sup>819</sup> Dies hat zum einen die britische Finanzmarktregulierung zu einem kohärenten System geformt, das zur Zeit wohl weltweit seinesgleichen sucht. Zum anderen haben die vielfältigen Umwälzungen die Akteure auf dem Finanzmarkt – Dienstleister wie Kunden – vor immer neue Anpassungsprobleme gestellt. Der Blick auf die britischen Erfahrungen ist für die Frage europäischer Verhaltenspflichten zum einen deswegen so lohnend, weil die konkrete Ausformung der Verhaltensregeln auf europäischer Ebene maßgeblich auf britischen Einfluss zurückzuführen ist, ein Einfluss, der sich aus der Bedeutung der britischen City of London, des zweitgrößten Finanzmarkts der Welt, speist.<sup>820</sup> Auch die nicht kontinuierliche, sondern ruckartige Entwicklung gleicht der europäischen Harmonisierung durch einzelne Richtlinienmaßnahmen. Die jüngste britische Entwicklung im Bereich der Regulierung des Vertriebs von Finanzdienstleistungen besticht insbesondere durch einen integrativen, alle Finanzdienstleistungen und Finanzdienstleister umfassenden Ansatz, der mehr und mehr auch in Kontinentaleuropa Raum greift und möglicherweise auch auf europäischer Ebene als Schlussstein die Harmonisierung des Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen vollenden wird.

### I. ÜBERBLICK UND ENTWICKLUNG DER FINANZMARKTREGULIERUNG

#### 1. DIE ERSTEN SCHRITTE STAATLICHER REGULIERUNG

Das britische Finanzmarktrecht war traditionell und bis in die achtziger Jahre hinein von *corporatism* bzw. mehr noch von *meso-corporatism* geprägt.<sup>821</sup> Finanzmarktregulierung erfolgte somit mittels nichtstaatlicher Selbstregulierung durch informelle Vereinbarungen und Abkommen bei Betonung einer ausgedehnten Flexibilität und weitestgehend ohne Sanktionen. Staatliche Aufsicht im engeren Sinne fand lediglich durch konsultative Einzelfallregelungen statt.<sup>822</sup> Die über Jahrzehnte unveränderte Grundphilosophie, staatliche Einflüsse nach Kräften fernzuhalten und durch ein feinmaschiges, aber informelles Netz von Verhaltensregeln ein Höchstmaß an Anlegerschutz zu gewährleisten, blieb auch von der Einführung staatlicher Aufsichtsbehörden für das Bank- und Wertpapierwesen im anderen großen Finanzmarkt der Welt, den Vereinigten Staaten von Amerika, unberührt.<sup>823</sup>

<sup>819</sup> Für einen allgemeinen Überblick über die Entwicklung der britischen Finanzdienstleistungsregulierung seit dem “*Act to restrain the number and ill practices of brokers and stock-jobbers*“ aus dem Jahre 1697 siehe TOUBE in PERRY, S. 1ff.

<sup>820</sup> Die eminente Wichtigkeit der Finanzdienstleistungsbranche für die gesamte britische Wirtschaft lässt sich daran ablesen, dass dort etwa 7% des britischen Bruttosozialprodukts erwirtschaftet und über 1 Million Menschen beschäftigt sind, vgl. Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA), Explanatory Note Nr. 6.

<sup>821</sup> CHIN in CARTWRIGHT, S. 139, 142, Fn. 5: “*..corporatism [is] .. a form of partnership or control linking the national representatives of capital and labour with the state.*“ “*Meso-corporatism can be defined as the widespread attribution of public status to interest groups.*“

<sup>822</sup> STAUD, S. 181f., Fn. 802.

<sup>823</sup> FLEISCHER, RIW 2001, S. 817; die diesbezügliche Entwicklung in den USA wird in § 10 I. nachgezeichnet.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

Das überkommene System der Selbstregulierung, dem immer auch ein monopolistisches Element innewohnte<sup>824</sup>, ließ sich allerdings unter dem Wettbewerbsdruck der internationalen Finanzmärkte nicht ohne einschneidende Korrekturen aufrecht erhalten.<sup>825</sup> Nachdem der Bankbereich mit dem Banking Act 1979 einem ersten allgemeinen *statutory law* unterworfen wurde, folgte 1982 der Insurance Companies Act (ICA) für die Versicherungsbranche<sup>826</sup> und 1986 schließlich der Financial Services Act (FSAct) für das gesamte Investmentgeschäft. Damit wurde die gesamte Finanzdienstleistungsbranche mit einiger weniger Ausnahmen einer umfassenden staatlichen bzw. staatlich kontrollierten Regulierung unterworfen.

#### a) VERSICHERUNGSGESCHÄFTE

Der ICA 1982 unterstellte die institutionelle Aufsicht (*prudential und systemic supervision*) über Versicherungsunternehmen dem Department of Trade and Industry (DTI). Schedule 1 des ICA 1982 prägte die Unterscheidung zwischen *non-life* bzw. *general insurance* und *life* bzw. *long term insurance*.<sup>827</sup> Regelungen hinsichtlich besonderer vertriebsbezogener Verhaltensregeln wurden in diesem Rahmen nicht eingeführt. Seit 1977 schon unterlagen die Versicherungsgesellschaften, die Mitglied des Interessenverbandes der Association of British Insurers (ABI) waren, unverbindlichen *statements*, die die Unternehmen bei der Organisation ihrer Geschäften befolgen sollten.<sup>828</sup> Aber selbst diese bloßen *statements* ohne *force of law* enthielten keine Ausführungen zu speziell vertriebsbezogenem Wohlverhalten.

Hingegen wird in Großbritannien wie in anderen Ländern auch der Großteil der Vertriebsleistung von derivativen Finanzdienstleistern erbracht. Diese werden entsprechend ihrem Status als abhängige oder unabhängige Vermittler in *tied agents* und *independent financial advisers* (IFA) eingeteilt. Eine erste – wenn auch noch nicht umfassende – gesetzliche Regelung des Vertriebsverhaltens von unabhängigen Versicherungsvermittlern erfolgte durch den Insurance Brokers' Registration Act 1977 (IBRA), durch den alle unabhängigen Versicherungsmakler, die sich "*insurance broker*" nannten, verpflichtet wurden, sich beim Insurance Brokers' Registration Council (IBRC), einer durch den IBRA neu formierten SRO, registrieren zu lassen. Seltsamerweise unterlagen die IFAs im Versicherungsbereich, die sich mit einem anderen Titel wie "*insurance consultants*" oder "*insurance advisers*" schmückten, weiterhin überhaupt keiner Kontrolle.<sup>829</sup> Das IBRC erließ 1978 gemäß Sec. 10 IBRA einen umfangreichen Katalog an Standesregeln (*code of conduct*) für seine Mitglieder, in dem auch Verhaltensregeln für den Vertrieb enthalten waren. Drei Leitprinzipien dieses *code of conduct*<sup>830</sup> wurden durch beispielhaft ausgewählte Regeln präzisiert.<sup>831</sup> Im Jahre 1994 wurde der alte Code außer Kraft gesetzt und durch ein neues Regelwerk ersetzt, das einige detaillierte Regeln einführte, die im alten Code nicht enthalten

---

<sup>824</sup> ALCOCK, S. 5.

<sup>825</sup> FLEISCHER, RIW 2001, S. 817, 818.

<sup>826</sup> Für diese bestanden zwar schon seit dem Life Assurances Companies Act 1870 verschiedene gesetzliche Vorgaben, die erst mit dem Insurance Companies Act 1982 (ICA) zusammengeführt wurden; für Versicherungsvermittler galt schon seit 1977 der Insurance Brokers' Registration Act (IBRA).

<sup>827</sup> Entsprechend der Vorgaben der 1. europäischen Versicherungsrichtliniengeneration.

<sup>828</sup> HODGIN in BASEDOW (BERATUNG), S. 59, 60ff.

<sup>829</sup> BIRDS/HIRD, S. 194; die durch diese Rechtslage hervorbrachte Situation wird auch von FINSINGER/HAMMOND/TAPP, S. 31, beklagt.

<sup>830</sup> Redlichkeit/Integrität, Interessenwahrungspflicht und Verbot irreführender oder exzessiver Werbung; ausführliche Beschreibungen der Standesregeln nach Sec. 10 IBRA finden sich bei SIEGER, S. 153f., und HUNSDORFER, S. 49ff.

<sup>831</sup> Unter anderem durch Offenlegung der Provision, vgl. IBRA Code of Conduct Example 6.

waren.<sup>832</sup> Diese Regeln galten für Mitglieder – unabhängig davon, ob sie im *general* oder im *life insurance business* tätig waren – gleichermaßen. Wiewohl verbindlicher Natur<sup>833</sup>, waren sie aufgrund der oben erwähnten Umgehungsmöglichkeiten nicht sonderlich effektiv. Hinzu kam, dass ein alleiniger Verstoß gegen die Ständeregeln keine Schadensersatzpflicht begründete; lediglich bei Häufung solcher Verstöße war wegen *unprofessional conduct* die Streichung aus dem *register* möglich.<sup>834</sup> Die vorgesehenen Sanktionsmöglichkeiten litten bei dieser Höchststrafe unter mangelnder Durchsetzungskraft, da selbst eine Streichung aus dem *register* keinem Berufsverbot gleichkam, sondern lediglich die Führung der Berufsbezeichnung „*insurance broker*“ untersagte.<sup>835</sup>

Für nicht beim IBRC registrierte – auch abhängige – Versicherungsvermittler wurden durch die Association of British Insurers (ABI) unverbindliche Verhaltensregeln erlassen.<sup>836</sup> Entsprechend der eingeschliffenen Zweiteilung der britischen Versicherungsbranche gab es ein Regelwerk für *general insurance* und ein weiteres für *life insurance*.<sup>837</sup> Diesen Codes mangelte es jedoch in noch größerem Maße an effektiver Durchsetzung, da nach dem Selbstverständnis der ABI ihre eigentliche Aufgabe die Vertretung der wirtschaftlichen Interessen ihrer Mitglieder, aber nicht die Regulierung der Überwachung der Vertriebswege war.<sup>838</sup>

#### b) KAPITALANLAGEGESCHÄFTE

Der für die Regulierung von Kapitalanlagegeschäften wegweisende FSAct 1986<sup>839</sup> stützte sich zu großen Teilen auf die Vorarbeiten eines 1983 unter Leitung des Professors L.C.B. Gower eingesetzten Komitees, das nach einer Vielzahl von Finanzskandalen in der Londoner City in den frühen achtziger Jahren die bestehenden Anlegerschutzbestimmungen überprüfen sollte.<sup>840</sup> Obwohl Gower selbst der Errichtung einer mit weitreichenden Machtbefugnissen ausgestatteten Aufsichtsbehörde zuneigte, schlug er nach langwierigen Konsultationsverfahren aufgrund großer Widerstände von Seiten der Industrie ein Mischsystem vor, das im Kern Elemente der alten Selbstregulierung weiterführte.<sup>841</sup> Diesen Vorschlägen entsprechend führte der FSAct 1986 gesetzliche Zulassungs- und Aufsichtsvorschriften für alle Kapitalanlagevermittler ein, die in einem komplexen dreistufigen System ausgestaltet waren. Der amerikanischen Lösung nicht unähnlich, war dieses Aufsichtssystem gekennzeichnet durch die Delegierung der tatsächlichen und tagtäglichen Aufsichtsarbeit an privatrechtlich organisierte Selbstregulierungsorganisationen

<sup>832</sup> Dazu ausführlich WRIGHT, Int.ILR 1995, S. 100f.; neu war beispielsweise die Pflicht, dem Kunden auf Verlangen die Höhe der durch die Versicherungsgesellschaft gezahlten Provision mitzuteilen.

<sup>833</sup> SIEGER, S. 153f., weist den Verhaltensregeln des IBRC als *statutory instruments* eine *authority of law* zu.

<sup>834</sup> SIEGER, S. 155.

<sup>835</sup> Zur Überführung von Kapitallebensversicherungen und ähnlichen *long term insurance*-Produkten in das *investment business* durch den FSAct und der daraus folgenden Anwendbarkeit der für *investment products* geltenden Verhaltensregeln siehe gleich § 11 I. 1. b).

<sup>836</sup> Mehrfach geändert, in der letzten Version: ABI Insurance Business Code of Practice for all Intermediaries (including Employees of Insurance Companies) other than Registered Insurance Brokers, 1989, zit. aus BIRDS/HIRD, S. 194, Fn. 18.

<sup>837</sup> Nach Inkrafttreten des FSAct bezog sich dieses zweite Regelwerk nur noch auf solche Arten von *life insurance*, die wie reine Risikoversicherungen nicht als *investment* der Regelungskompetenz des FSA unterfielen – dazu gleich ausführlich unter § 11 I. 1. b).

<sup>838</sup> KRAUSS in HÜBNER (BERUFSREGELUNG), S. 97, 106.

<sup>839</sup> Einen Überblick über den FSAct bieten: FISHER/BEWSEY, S. 13-24; aus deutscher Sicht BÖTTGER, WM Sonderbeilage 5 1988; ausführlich RIDER, passim, speziell zu Verhaltensregeln S. 103ff..

<sup>840</sup> Siehe dazu den Abschlussbericht des Komitees: GOWER, *A Review of Investor Protection*, passim.

<sup>841</sup> ALCOCK, S. 8; HALL, WuR 1990, S. 212.

(SROs), die ihrerseits von einer wiederum privatrechtlichen, aber mittels *delegation orders* durch die für die Durchsetzung des FSAct zuständigen Department of Trade and Industry (DTI) quasi beliehenen Aufsichtsinstitution, dem Securities and Investment Board (SIB), anerkannt und überprüft wurden. In Abweichung vom amerikanischen System war durch den FSAct auf SRO-Ebene die Einführung umfangreicher Verhaltenspflichtenkataloge (*Conduct of Business Rules* – COB Rules) vorgesehen, die insbesondere den Vertrieb der vom FSAct umfassten Finanzprodukte detailliert regeln sollten.<sup>842</sup> Diese außerordentlich komplexe Struktur des FSAct war Ausdruck des Bemühens, Elemente der Selbstregulierung innerhalb eines neu geschaffenen gesetzlichen Rahmens beizubehalten.<sup>843</sup>

Durch den FSAct wurde die Bedeutung einer angemessenen Beratungsleistung hervorgehoben, was die Verdrängung zahlreicher inkompetenter und unqualifizierter Finanzdienstleister zur Folge hatte.<sup>844</sup> Die Förderung eines öffentlichen Bewusstseins (*public awareness*) über die Investitionsrisiken und das effizientere Marketing von Versicherungen und Investitionen bewirkte überdies eine weitgehende Eindämmung von Schwindel- und Betrugsfällen. Als nachteilig hingegen wurde bisweilen die Errichtung einer großen Bürokratiemaschine angesehen, deren Nutzen für die Verbraucher und ihren Schutz nicht offenkundig war und gar zu höheren Ausgaben führte, weil die signifikanten *compliance*-Kosten auf die Kunden abgewälzt werden sollten.<sup>845</sup>

#### (i) Anwendungsbereich

Der Anwendungsbereich des FSAct erstreckte sich auf das gesamte Kapitalanlagegeschäft (*investment business*) und unterstellte alle in diesem Bereich tätigen Unternehmen nicht nur einer Zulassungsvoraussetzung (*authorisation*)<sup>846</sup>; daneben sah er auch die Regulierung des Vertriebs solcher Produkte vor.<sup>847</sup> Als *investment* in diesem Sinne wurden neben Aktien (*shares*), Anleihen (*bonds*) und Derivatprodukten wie Optionen oder Futures (allerdings keine Waretermingeschäfte) auch speziell auf den privaten Kunden zugeschnittene Finanzprodukte (*retail* oder *package products*)<sup>848</sup> angesehen. Als *packaged products* galten neben Investmentfondsanteilen (*units in a regulated collective investment scheme*) auch Kapitallebensversicherungen und anderes sogenanntes *long term insurance business*. Von der Regulierung umfasst waren daher im Rahmen des Vertriebs nicht nur die Versicherungsgesellschaften selbst, sondern auch die Vermittler, und zwar sowohl unabhängige als auch abhängige.<sup>849</sup> Die Überführung des weitaus größten Teils des *long term insurance business*, also jedweden Versicherungsgeschäfts mit einem Investment- oder Anlageelement, in *investment business* stellte eine der umstrittensten Neuregelungen des

---

<sup>842</sup> Dabei ist festzuhalten, dass die britischen COB Rules in Abweichung von der hier zugrundegelegten Definition zwar hauptsächlich, aber nicht ausschließlich transaktionsbezogene Pflichten umfassen, sondern darüber hinaus auch Verhaltensregeln für den gesamten Geschäftsbetrieb enthalten, so beispielsweise für den Umgang mit den Regulierungsbehörden oder hinsichtlich der Vorhaltung ausreichender finanzieller Ressourcen – so auch WALKER, *Revue de la Banque* 1990, S. 371, 373, oder THORKILDSEN, *Co.Law.* 1995, S. 300, 305, in einem Vergleich mit der engeren Begriffsterminologie auf europäischer Ebene.

<sup>843</sup> FLEISCHER, *RIW* 2001, S. 817, 818.

<sup>844</sup> RYAN in GRIESS, S. 17, 22f.

<sup>845</sup> RYAN, *ibid.*, S. 22f.

<sup>846</sup> Vgl. Sec.3 FSAct.

<sup>847</sup> Schedule 1 Part II FSAct nennt fünf Tätigkeiten, die als „*investment business*“ anzusehen sind und zählt dazu sowohl *dealing in investments* als auch *arranging deals in investments*.

<sup>848</sup> WHITE, S 241.

<sup>849</sup> Sofern eine Lebensversicherungsgesellschaft für einen abhängigen Versicherungsagenten eine schriftliche Haftungserklärung abgegeben hatte, erfolgte die Beaufsichtigung der Vertriebstätigkeit dieses Versicherungsagenten „intern“ durch die Versicherungsgesellschaft selbst und somit nur indirekt durch die entsprechende SRO; die COB Rules hatten aber alle im Vertrieb tätigen Personen einzuhalten, siehe KRAUSS in HÜBNER (BERUFSREGELUNG), S. 99, 106f.

FSAct dar.<sup>850</sup> Demgegenüber blieben das reine Risikolebensversicherungsgeschäft (*term assurance*) und das sogenannte *general insurance business*, die beide dadurch geprägt sind, dass eine Auszahlung ausschließlich dann erfolgt, wenn das versicherte Ereignis eintritt, und daher nicht die Anlage des Kapitals, sondern die Risikoabsicherung im Vordergrund steht, außerhalb des Anwendungsbereichs des FSAct.<sup>851</sup> Die Definition eines *long term insurance product* als *investment* im Sinne von Schedule 1, para. 10 FSAct 1986 war jedoch grundsätzlich weit, fielen doch selbst solche Risikolebensversicherungen (*term assurance policies*), solange sie in eine Kapitallebensversicherung umgewandelt werden konnten, als *investment* in den Regelungsbereich des FSAct.<sup>852</sup> Demnach wurden durch den FSAct 1986 die ersten Mauern der auch in Großbritannien ursprünglich streng getrennten Finanzdienstleistungssegmente des Wertpapierdienstleistungs- und Versicherungsgeschäfts eingerissen.

Die Bestimmungen des FSAct beschränkten sich nicht auf den bloßen Vertrieb von *investments*, sondern umfassten die gesamte Palette von Aktivitäten im Zusammenhang mit Kapitalanlagen. Demnach unterfiel nicht nur der Handel mit (*dealing in*), die Vermittlung von (*arranging deals in*) und die Verwaltung von Kapitalanlagen (*managing investments*) den Regelungen des Gesetzes, sondern auch die Beratung im Kapitalanlagegeschäft (*giving investment advice*) sowie Errichtung, Betrieb oder Schließung von Kapitalanlagefonds (*establishing, operating or winding up collective investment schemes*).<sup>853</sup> Im Bereich der Lebensversicherungen wurde somit der gesamte Vertrieb (*dealing, arranging deals in* und *giving investment advice*) vom FSAct geregelt, die Regulierung des Betriebs selbst hingegen blieb weiterhin dem ICA 1982 und der Aufsicht durch das DTI vorbehalten.

## (ii) Conduct of Business Rules

Zur Regelung des beim Vertrieb von *investment products* notwendigen Verhaltens wurden sowohl durch das SIB als auch durch die verschiedenen SROs *conduct of business*-Regeln erlassen, dem Stufensystem entsprechend allgemeine Grundsätze durch das SIB und detaillierte präzise Verhaltensvorschriften durch die einzelnen SROs. Schon vor Inkrafttreten der Bestimmungen des FSAct am 29. April 1988 wurde indes Kritik an der hybriden Struktur<sup>854</sup> und den *rulebooks* von SIB und SROs laut. Ihnen wurde vorgeworfen, zu detailliert und legalistisch zu sein und die Finanzdienstleister mit übertrieben vielen einschneidenden Verpflichtungen zu belasten, die den bloßen Anlegerschutz weit überschritten; insbesondere die aufgrund der Komplexität der vielfältigen Regeln hohen *compliance*-Kosten wurden beklagt.<sup>855</sup> Trotz des von der SIB angewandten strikten Äquivalenztests (*“line by line equivalence test“*) der SRO-Regeln mit dem SIB-Regelwerk ließ sich ein einheitlicher Ansatz der diversen SRO-Regelwerke nicht erkennen.<sup>856</sup> Das Gleichwertigkeitserfordernis lief de facto auf eine direkte Regulierung der SRO-Mitglieder durch die SIB *rules* unter Ausschaltung der dualistisch intendierten Struktur des FSAct hinaus. Auch wenn die Regeln materiell aufgrund des Äquivalenzerfordernisses kaum unterschiedlich waren, führte aber die unterschiedliche Ausgestaltung und Verortung innerhalb der Regelwerke zu zahlreichen Aufsichtsüberlappungen und entsprechender Verwirrung sowohl auf Seiten der Verbraucher

<sup>850</sup> WALKER, *Revue de la Banque* 1990, S. 371, 372 (*“most contentiously at the time“*).

<sup>851</sup> Der Vertrieb solcher Produkte war somit weiterhin den weitgehend ineffektiven Regelwerken von IBRC und ABI unterworfen – dazu siehe oben § 11 I. 1. a).

<sup>852</sup> Dies stellten die Erläuterungen zu para. 10, Schedule 1 FSAct klar.

<sup>853</sup> Schedule I Part II FSAct; ausführlich dazu PAGE/FERGUSON, S. 234ff.

<sup>854</sup> MCGEE, *Co.Law.* 1992, S. 129, 132.

<sup>855</sup> WHITE, S. 1f.; BLAIR in BRUYNEEL, S. 25, 31; PAGE/FERGUSON, S. 227.

<sup>856</sup> PRITCHARD, *Co.Law.* 1992, S. 171.

als auch bei den Finanzdienstleistern. All dies resultierte in einem *regulatory overkill*, der zur Abwanderung des *investment business* ins Ausland zu führen drohte.<sup>857</sup>

Diesen Klagen Rechnung tragend, wurde das System bereits durch den Companies Act 1989 im sogenannten "*new settlement*" einigen Reformen unterzogen. Dem SIB wurde dadurch die Möglichkeit gegeben, Grundprinzipien aufzustellen und einen darunter angesiedelten gemeinsamen Kern von "*designated rules*" zu schaffen. Gleichzeitig wurde es aber auch ausdrücklich verpflichtet, bei der Regelbildung die Höhe der Umsetzungskosten (*compliance costs*) bei den Finanzdienstleistern zu berücksichtigen. Des Weiteren sollte die Übereinstimmung der SRO *rulebooks* mit den eigenen SIB-Bestimmungen nicht mehr nach dem bis dahin gültigen Bewertungsmaßstab der Gleichwertigkeit, sondern nach dem weniger rigiden Prinzip der Angemessenheit (*adequacy*) beurteilt werden, um so die Einmischung des SIB in die detaillierten Regeln der SROs zu verringern.<sup>858</sup> Die überbordende und kaum überschaubare Vielzahl von SRO-Regeln wurde durch Zusammenlegung von SROs verringert. So wurde die Zahl der von der SIB autorisierten SROs durch Zusammenlegung und Fusion auf drei reduziert – die Personal Investment Authority (PIA), die Investment Management Regulatory Authority (IMRO) und die Securities and Futures Association (SFA).<sup>859</sup> Die PIA konzentrierte sich vornehmlich auf das gesamte Privatkundengeschäft (*retail segment*) inklusive des Vertriebs von Investmentfondsanteilen und Lebensversicherungen, während die professionelle Vermögensverwaltung eher in den Zuständigkeitsbereich der IMRO fiel und die SFA hauptsächlich den professionellen Wertpapier- und Derivathandel regulierte.<sup>860</sup>

Als Resultat der Reform ergab sich eine neue stringente *four-layered structure* der Verhaltensregeln:<sup>861</sup> Oben auf wurden mittels zehn Grundprinzipien der SIB („*The Ten Commandments*“)<sup>862</sup> – auf ganz allgemeiner Ebene und nicht beschränkt auf rein vertriebsbezogene – Vorgänge generelle Verhaltensstandards festgelegt.<sup>863</sup> Diesen folgten auf der nächstunteren Ebene 40 Kernpflichten (*core rules*), die wiederum von der SIB erlassen wurden.<sup>864</sup> Auf einer dritten Ebene standen die detaillierten Regeln der drei übriggebliebenen SROs, die von erklärenden Erläuterungen der SROs als unterster Schicht ergänzt wurden.<sup>865</sup> Die Verhaltensregeln waren grundsätzlich von jedem regulierten Finanzdienstleister selbst einzuhalten. Die Kontrolle von solchen abhängigen Versicherungsvertretern, für die ein Versicherungsunternehmen eine schriftliche Haftungsübernahmeerklärung abgegeben hatte, erfolgte hingegen direkt durch das Versicherungsunternehmen selbst, das im Falle von Verstößen gegen die COB Rules durch den Vertreter für diesen haftbar gemacht werden konnte.<sup>866</sup>

---

<sup>857</sup> LANGHART, S. 238.

<sup>858</sup> PAGE/FERGUSON, S. 229.

<sup>859</sup> Auch wenn die Life Assurance and Unit Trust Regulatory Organisation (LAUTRO) und die Financial Intermediaries, Managers and Brokers Regulatory Organisation (FIMBRA), die bisherigen SROs für *tied agents* bzw. IFAs, weiter fortbestanden, übertrugen die meisten Mitglieder ihre Mitgliedschaft auf die neugegründete PIA – SAH/CAMERON, J.B.L. 1997, S. 143, 148f.

<sup>860</sup> Ausführlich zu den halbherzigen Versuchen, eine klare Abgrenzung zwischen den SROs einzuführen BLIESENER, S. 78.

<sup>861</sup> MORRIS, S. 71ff.

<sup>862</sup> BLAIR in BRUYNEEL, S. 25, 31.

<sup>863</sup> 1. *Integrity*; 2. *Skill, care and diligence*; 3. *Market practice*; 4. *Information about customers*; 5. *Information for customers*; 6. *Conflict of interests*; 7. *Customer assets*; 8. *Financial resources*; 9. *Internal organisation*; 10. *Relations with regulators*.

<sup>864</sup> Eine detaillierte Interpretation der *core rules* liefert BLAIR (CORE RULES), Part B, S. 43-149.

<sup>865</sup> Bisweilen werden *layers* 3 und 4 zusammengefasst, so PAGE/FERGUSON, S. 266f.

<sup>866</sup> KRAUSS in HÜBNER (BERUFSREGELUNG), S. 97, 107f.

(iii) Auswirkungen auf internationaler Ebene

In der Folge der Einführung von Wohlverhaltensregeln für Finanzintermediäre in das britische Finanzaufsichtsrecht wurde das Thema auch in Frankreich aufgegriffen. Im Januar 1987 beauftragte die französische Commission des Opérations de Bourse (COB) eine Arbeitsgruppe unter der Leitung von BRAC DE LA PERRIÈRE mit der Ausarbeitung allgemeiner Verhaltenspflichten für Kapitalmarkttransaktionen bzw. Wertpapierdienstleister – im Gegensatz zu Großbritannien allerdings beschränkt auf das traditionelle Segment des Wertpapierhandels ohne Berücksichtigung des Vertriebs von Lebensversicherungen. Der Abschlussbericht der Arbeitsgruppe<sup>867</sup> wurde gefolgt von einer Zusammenfassung, in der neben einer Anzahl von Empfehlungen auch sechs Prinzipien aufgestellt wurden.<sup>868</sup> Weiter ausgearbeitet wurde die Thematik der “*déontologie boursière*“ kurz darauf im Januar 1990 mit dem im Auftrag des Pariser Finanzministeriums erstellten gleichnamigen Rapport PFEIFFER.

Zusammen mit den britischen “*Ten Commandments*“ dienten diese französischen Arbeiten als direktes Modell für die IOSCO Resolution on Conduct of Business Principles.<sup>869</sup>

c) BEWERTUNG

Das nach wie vor mehrstufige Aufsichtssystem wies auch nach dem “*new settlement*“ weiterhin eine Vielzahl von Richtlinien und Regelwerken auf, die zu einer Überlappung von Kompetenzen der einzelnen Aufsichtsorgane führte; denn in der täglichen Regulierungspraxis gelang es trotz anderslautender Intentionen nicht, die Zuständigkeiten der Regulierungstätigkeiten von PIA, SFA und IMRO trennscharf voneinander abzugrenzen.<sup>870</sup> Dies stellte die Funktionstüchtigkeit des gesamten Systems in Frage.<sup>871</sup> Aber nicht nur die komplexe Struktur trug dazu bei, das System in Misskredit zu bringen.

Obwohl der Anlegerschutz als eigentliche Begründung für die gesetzliche Regulierung angeführt wurde, war die tatsächliche Ausprägung des Aufsichtssystems von Anfang an von einer starken Einflussnahme der Finanzindustrie gekennzeichnet. Die sogenannte “*self-regulation within a statutory framework*“ war bestenfalls ein Euphemismus für Regulierung zum Nutzen von Industrieinteressen.<sup>872</sup> Im hybriden britischen System des FSAct manifestierte sich demnach die – gerade im Rahmen von Selbstregulierungsmechanismen gefürchtete – *regulatory capture* der Regulierungsinstitution durch die zu regulierenden Unternehmen. Insbesondere die *Core Conduct of Business Rules* des *new settlement* sind als Teil eines *capture*-Prozesses angesehen worden.<sup>873</sup> So beklagte das House of Commons in seinem Bericht ein notorisches *underenforcement* der an sich umfänglichen Eingriffskompetenzen des SIB und der SROs<sup>874</sup>, weil die Regulierungsbehörden es nie

---

<sup>867</sup> RAPPORT BRAC DE LA PERRIÈRE, COB Bulletin mensuel, mars 1988.

<sup>868</sup> BILAN D'APPLICATION DES PROPOSITIONS DU RAPPORT BRAC DE LA PERRIÈRE, COB Bulletin mensuel, septembre 1989: (1) *obligations de moyens*; (2) *information du client*; (3) *meilleure exécution possible*; (4) *transparence et sécurité*; (5) *contrôle des opérations personnelles*; (6) *conflits d'intérêts*

<sup>869</sup> BLAIR in BRUYNEEL, S. 25, 31; BLIESENER, S. 205ff., 296f.; WALKER, Revue de la Banque 1990, S. 371, 373; zur Resolution siehe schon den Einleitungsteil dieser Arbeit.

<sup>870</sup> BLIESENER, S. S. 78.

<sup>871</sup> CURRIE, Co.Law. 1996, S. 139, 140; HOUSE OF COMMONS (TREASURY AND CIVIL SERVICES SELECT COMMITTEE), *6th Report: The Regulation of Financial Services in the UK*, November 1995, S. 7.

<sup>872</sup> SHIN in CARTWRIGHT, S. 139, 147.

<sup>873</sup> MACGEE, Co.Law. 1992, S. 129, 133.

<sup>874</sup> HOUSE OF COMMONS, *ibid.*, BLIESENER, S. 86.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

vermochten, die durch die Bemühungen, die verschiedenen Zielsetzungen des FSAct zu vereinen, unvermeidlichen Spannungen aufzulösen.<sup>875</sup>

Entsprechend wird das durch den FSAct geschaffene System der kontrollierten Selbstregulierung allgemein als gescheitert angesehen, auch wenn anerkannt wird, dass die Qualität der Regulierung der Finanzdienstleistungsindustrie durch den FSAct verbessert wurde.<sup>876</sup> In gleicher Weise wurde auch für den Vertrieb im Versicherungsbereich die zwischen PIA – für Kapitallebensversicherungen – sowie IBRC und ABI – für das restliche Versicherungsgeschäft – aufgespaltenen Zuständigkeiten für die Vertriebsregulierung beklagt.<sup>877</sup>

#### 2. DIE INTEGRIERTE ALLFINANZMARKTAUFSICHT

Eine der ersten Amtshandlungen der neu gewählten Labour-Regierung in Großbritannien im Mai 1997 war die Ankündigung einer umfassenden Reform der britischen Finanzdienstleistungsaufsicht.<sup>878</sup> Die Reform – wiewohl in der Geschwindigkeit überraschend – war das nicht unerwartete Ende eines langen Entwicklungsprozesses: Während der 80er Jahre konnte man in England eine zunehmende Konvergenz vormals getrennter Finanzmarktsegmente beobachten, die zu einer Überschneidung der Geschäftsfelder führte.<sup>879</sup> Hinzu kam das Vordringen neuer Finanzprodukte, die sich einer eindeutigen Zuordnung zu den überkommenen Marktsegmenten weithin entzogen, und die Verbreitung von Allfinanzunternehmen, die sich einer Vielzahl von Regulierungsbehörden gegenübersehen.<sup>880</sup> Die unterschiedlichen Aufsichtsbehörden – die Bank of England für Banken, SIB und SROs für Wertpapierhäuser und DTI für Versicherungsgesellschaften – hatten auf dieses *blurring of the boundaries*-Argument<sup>881</sup> keine überzeugenden Antworten gefunden. Waren die autonomen Selbstverwaltungsregeln ohnehin ständiger Kritik ausgesetzt gewesen, hatten sie sich insbesondere während eines viel beachteten Skandals um die Vermarktung ungeeigneter Lebens- und Rentenversicherungspolizen Mitte der 90er Jahre nicht bewährt, so dass die Einsicht, dass wirkungsvollere Instrumente gegen die zunehmende Finanzmarktkriminalität vonnöten seien, weit verbreitet war.<sup>882</sup>

Aus diesen Gründen war Kern der Reform die Einrichtung einer neuen integrierten Allfinanzaufsicht, also einer Regulierungsbehörde, die als Financial Services Authority (FSA) sukzessive alle Aufsichtsfunktionen über die gesamte Bandbreite der Finanzdienstleistungen, vom Bankwesen über Wertpapierdienstleistungen hin zum Versicherungswesen übernehmen sollte.<sup>883</sup>

---

<sup>875</sup> SHIN in CARTWRIGHT, S. 139, 148, die in der Folge ausführlich auf Gründe für das *regulatory failure* des FSAct eingeht – S. 150ff.

<sup>876</sup> BOLÉAT, JFRC 1998, S. 70, 71.

<sup>877</sup> BOLÉAT, *ibid.*, S. 71.

<sup>878</sup> Aussage des Schatzministers Brown im Parlament am 20.05.1997.

<sup>879</sup> Dazu ausführlich schon § 1 II. 1.

<sup>880</sup> FLEISCHER, RIW 2001, S. 817, 818; siehe dazu schon § 1 II. 2.

<sup>881</sup> So TAYLOR in BLAIR (FSMA), S. 1, 13f.

<sup>882</sup> TAYLOR, *ibid.* S. 1, 15.

<sup>883</sup> Zu den Gründen für diesen Schritt BRIAULT (RATIONALE), *passim*, insbesondere S. 34, sowie neueren Datums – mit ersten Erkenntnissen aus der Praxis der FSA – BRIAULT (REVISITING), S. 6ff. und S. 31ff.; mit Ausblick auf die Einrichtung einer europäischen FSA GALANOPOULOU, EBLR 2003, S. 277ff. insbesondere 279ff.



a) *INTERNATIONALER TREND*

Die Veränderungen der Finanzdienstleistungsbranche haben Aufsichtsbehörden in der ganzen Welt mit neuartigen Herausforderungen konfrontiert, die sowohl national als auch international zu einer verstärkten Zusammenarbeit geführt haben. Vor dem Hintergrund der anfangs angedeuteten stetigen Zunahme sektorübergreifender Aktivitäten über die angestammten Grenzen zwischen Wertpapierhandel, Versicherung und Bank hinweg ist auch andernorts Bewegung in die Struktur der Aufsichtsbehörden gekommen, um der neuen Herausforderungen Herr zu werden. Auf nationaler Ebene ist der Zusammenschluss der sektorspezifischen Aufsichtsbehörden zu einer integrierten Finanzmarktaufsicht die markanteste Antwort auf die Phänomene Allfinanz und Konsolidierung. Denn die Aufsicht über Finanzdienstleistungsunternehmen birgt nach einer sektorübergreifenden Vergleichsstudie mehr Gemeinsamkeiten als gemeinhin angenommen.<sup>884</sup> Banken, Versicherungsunternehmen und Wertpapierhäuser konkurrieren nunmehr am selben Markt und umwerben dieselben Kunden mit ähnlichen oder vergleichbaren Produkten. Konvergenz zeigt sich insbesondere bei Hypothekarkrediten, im Derivate-Bereich und im *Asset Management*. Nicht zuletzt sind auch im Bereich der Daseins- und Altersvorsorge die Leistungen von Banken, Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften zunehmend austauschbar; Überschneidungen, etwa bei Kombinationsprodukten, sind an der Tagesordnung. Auch bei den Vertriebswegen lässt sich eine steigende Konvergenz feststellen, so dass insbesondere angesichts der vielfältigen Kooperationsmöglichkeiten bis hin zur Bildung eines Finanzkonglomerats eine spartenmäßig getrennte Aufsicht den heutigen Anforderungen nicht mehr gerecht wird.<sup>885</sup> Da Angebote und Vertriebswege der drei Sparten sich immer weiter annähern, garantieren einheitliche Aufsichtsregeln gleichzeitig auch die Wettbewerbsneutralität.<sup>886</sup> Auch bei Schadensversicherungen, die in der Regel weniger Berührungspunkte mit Finanzdienstleistungsinstituten haben, zeichnet sich eine weitere Annäherung an andere Finanzdienstleistungen ab.<sup>887</sup> Dieser Gemeinsamkeiten eingedenk haben in den neunziger Jahren nicht nur Großbritannien, sondern eine ganze Reihe weiterer Länder die verschiedenen sektoralen Aufsichtsbehörden in einer Finanzmarktaufsichtsbehörde zusammengefasst. Dieser Prozess wurde in der englischsprachigen Welt mit dem Begriff *regulatory consolidation* belegt.<sup>888</sup> Insgesamt haben weit über 30 Länder weltweit inzwischen vereinigte oder jedenfalls teilweise vereinigte Finanzaufsichtsinstitute eingeführt. Vorreiter waren die skandinavischen Länder, Großbritannien mit dem bei weitem wichtigsten europäischen Finanzplatz London zog mit der Gründung der Financial Services Authority 1997 nach. Auch in Deutschland<sup>889</sup> und Österreich<sup>890</sup> gibt es inzwischen eine einheitliche

<sup>884</sup> JOINT FORUM, S. 22.

<sup>885</sup> HAGEMEISTER, WM 2002, S. 1773, 1772f.

<sup>886</sup> FAZ, 07.05.02, S. 17.

<sup>887</sup> Ibid. S. 1772.

<sup>888</sup> LOMNICKA, J.B.L. 1999, S. 485.

<sup>889</sup> In Deutschland gingen die Bundesämter für Kreditwesen (BaKred), Versicherungswesen (BAV) und Wertpapierhandel (BaWe) in der neuen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) auf – eine Einführung in die neue BaFin gibt VON HAGEMEISTER, WM 2002, S. 1773ff. Die BaFin nahm ihre Arbeit am 1. Mai 2002 in Vollzug des am 1. März 2002 verabschiedeten Gesetzes über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht (FinDAG, BGBl. I 2002, Nr. 25 v. 25.04.02, S. 1310ff.) auf (ausführlich zur neuen BaFin aus Sicht der Versicherungsbranche FRICKE, NVersZ 2002, S. 337ff.; die britische Financial Services Authority mit der deutschen Lösung vergleichend BINDER, WM 2001, S. 2230ff.). Dadurch wurde eine staatliche Aufsicht über Banken, Versicherungsunternehmen und Finanzdienstleistungsinstitute geschaffen, die sektorübergreifend den gesamten Finanzmarkt umfasst. Das Gesetz normiert allerdings lediglich die Zusammenlegung der drei bisher separaten Aufsichtsämter ohne tatsächliche innere Neuorganisation und ist daher rein organisatorischer Natur. Abweichend vom Vorgehen im ausdrücklich als Reformvorbild genannten

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

Finanzaufsicht, in der Schweiz<sup>891</sup> sind die Pläne weit gediehen. Die USA ist der einzige

---

Großbritannien gibt es für die Tätigkeit der BaFin keine einheitliche Rechtsgrundlage. Ähnlich wie in Dänemark, wo die integrierte Aufsichtsbehörde Finanstilsynet seit 14 Jahren die verschiedenen Sektorregulierungen fortführt (ZUFFEREY-BERICHT, S. 70), bestehen demnach auch in Deutschland die einzelnen Aufsichtsgesetze weiterhin in einem ungeordneten Nebeneinander fort; das materielle Aufsichtsrecht wurde nicht verändert. Die Finanzierung erfolgt nunmehr zu 100% durch Umlage der Kosten auf Institute und Unternehmen; der bisherige 10%ige Kostenanteil des Bundes fällt weg (1999 ca. € 6,7 Mio.). Ob die dadurch erhoffte größere Flexibilität bei der Besoldung der Mitarbeiter und bei der Personalplanung sich wirklich realisieren lässt, ist fraglich. Dem Verwaltungsrat gehören auch Vertreter der Finanzunternehmen an (FAZ, 07.05.02, S. 17). Da die zu beaufsichtigenden Unternehmen also über Geschäftsplan und Finanzbedürfnisse der Anstalt mitbestimmen, muss sich erweisen, ob bei dieser Organisationsstruktur die gesetzliche Vorgabe der Anstalt in § 4 FinDAG, nur öffentliche Interessen zu vertreten, tatsächlich realisiert werden kann. Die angepeilten Synergieeffekte jedenfalls sind ohne Vereinheitlichung des materiellen Aufsichtsrechts nach britischem Vorbild schwerlich zu erreichen – in diesem Sinne auch DENNIG, Wirtschaftsdienst 2001, S. 595; Kritik hat insbesondere ausgelöst, dass die Anstalt weiterhin wie die bisherigen separaten Aufsichtsämter von zwei Standorten (Bonn, Frankfurt) aus agieren soll (z.B. FAZ, 26.01.01, S. 13; eine solche „Doppellösung“ gibt es allerdings auch in Kanada).

<sup>890</sup> Österreich war bis zur dortigen Reform zum 1. April 2002 eines der wenigen Länder, in denen die Bankenaufsicht noch durch das Finanzministerium erfolgte. An diesem Tag nahm die neue Finanzmarktaufsicht (FMA) als unabhängige Behörde den operativen Betrieb im Rahmen des Finanzmarktaufsichtsbehörden-gesetzes (FMABG) auf. Dieses Gesetz wurde nach langen Diskussionen über die Errichtung einer integrierten Allfinanzaufsicht im Sommer 2001 beschlossen. Die Reform erfolgte durch die Vereinigung der im Bundesministerium für Finanzen und in der Bundeswertpapieraufsicht (BWA) bestehenden Aufsichtsaufgaben und Ressourcen in einer neuen Finanzmarktaufsichtsbehörde in Form einer öffentlich-rechtlichen Anstalt. Des Weiteren wurden die aufsichtsrechtlichen Verfahrensbestimmungen geändert, um raschere und effektivere Aufsichtsmaßnahmen zu ermöglichen. Die FMA ist eine unabhängige Aufsichtsbehörde unter parlamentarischer Kontrolle, die nach internationalen Vorbildern – insbesondere am Beispiel der FSA – weisungsfrei gestaltet und verfassungsrechtlich abgesichert ist. Wie in Deutschland wurde in der Bankenaufsicht die Zusammenarbeit der FMA und der Nationalbank (ÖNB) erstmals auf eine gesetzliche Basis gestellt. Die Notwendigkeit der Reform wurde wie auch in Deutschland durch veränderte, internationale regulatorische Rahmenbedingungen, die zunehmende Globalisierung der Finanzmärkte und die steigende Komplexität von Finanzdienstleistungen mit der zunehmenden Verflechtung der beaufsichtigten Unternehmen (Finanzkonglomerate) begründet. Im Gegensatz zur deutschen Finanzaufsicht sieht die neue österreichische Finanzmarktaufsicht eine funktionale Gliederung vor, die institutionelle Ausgestaltung des Finanzsystems spielt dabei lediglich eine untergeordnete Rolle. Damit sollen die sektorale Segmentierung und Beschränkung der bisherigen Aufsicht überwunden, bedeutende Kosteneinsparungen realisiert und gleiche Wettbewerbsbedingungen für den österreichischen Finanzmarkt sichergestellt werden. Alle Aufsichtsbereiche wie Banken-, Versicherungs-, Pensionskassen- und Wertpapieraufsicht werden in der FMA gebündelt. Zur Verbesserung der Durchsetzbarkeit von Aufsichtsmaßnahmen wurde die FMA mit Verwaltungsstrafkompetenz, Verordnungserlassungsrecht und der Kompetenz zur Vollstreckung der von ihr zu erlassenen Bescheide ausgestattet. Anders als in Deutschland wird die Republik Österreich wie schon früher im Bereich der Versicherungs- und Wertpapieraufsicht für einen Teil der Aufsichtskosten der Behörde (€ 3,5 Mio. pro Jahr) aufkommen, während der überwiegende Kostenanteil von den Beaufsichtigten selbst getragen wird. Interessanterweise wird prognostiziert, dass die Zusammenlegung zunächst keine Kostensenkung zur Folge haben wird, sondern vielmehr eine Kostenerhöhung (FAZ, 31.01.01, S. 33).

<sup>891</sup> In der Schweiz übt bis dato das Bundesamt für Versicherungen (BAV) eine Institutsaufsicht über Versicherungen aus, während die Eidgenössische Bankenkommision (EBK) Banken, Wertpapierhändler und Kapitalanlagegesellschaften überwacht. Besondere Verhaltensregeln für Finanzintermediäre lediglich für Wertpapierhändler im Eidgenössischen Börsen- und Effektenhandelsgesetz (BEHG) festgelegt und werden durch eine Richtlinie der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) im Wege der Selbstregulierung konkretisiert und überwacht. Auch in der Schweiz soll mittelfristig eine integrierte Finanzmarktaufsicht geschaffen werden, allerdings ist noch nicht geklärt, ob auch die Aufsicht über die Wohlverhaltensregeln dieser Behörde unterfallen soll. Dies ist das Ergebnis eines im November 2000 veröffentlichten Expertenberichts (nach dem Leiter der Expertengruppe Zufferey-Bericht genannt). Das Eidgenössische Finanzdepartement hat Ende November 2001 eine Kommission „Integrierte Finanzmarktaufsicht“ unter Leitung von Prof. Zimmerli eingerichtet, die im Sommer 2003 einen ersten Gesetzesentwurf detaillierte Vorschläge zur Umsetzung dieser im sogenannten Zufferey-Bericht angeregten Reformen unterbreiten soll. Obwohl der Zufferey-Bericht gerade den Verbraucher- bzw. Kundenschutz als „haltbarste Begründung für Regulierung und Aufsicht“ des Finanzdienstleistungssektors herausgestellt hat (ZUFFEREY-BERICHT, S. 35f.), gehören dieser Kommission

Finanzplatz von Rang, der sich dieser Konsolidierung nicht angeschlossen hat<sup>892</sup>, was allerdings hauptsächlich daran liegt, dass die Regulierung des Versicherungsbereichs samt Aufsicht in den USA abgesehen von einigen Rahmenvorschriften in die Kompetenz der Einzelstaaten fällt und eine Zusammenlegung von Aufsichtsaktivitäten daher schon aus kompetenzrechtlichen Gründen ungleich schwerer fällt.<sup>893</sup> Aber auch in den USA ist für Finanzkonglomerate durch den Gramm-Leach-Bliley Act 1999 neben den Fachaufsichten für Bank-, Wertpapier- und Versicherungsgeschäft eine überspannende, koordinierende Aufsicht im Sinne einer *functional regulation* eingeführt worden, die durch das Federal Reserve Board wahrgenommen wird.<sup>894</sup>

#### b) *FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000*

Der gesetzliche Rahmen für die umfassenden Änderungen wurde schließlich nach jahrelangen Diskussionen mit allen Beteiligten durch den Financial Services Markets Act (FSMA) vom 14. Juni 2000 gesteckt, auch wenn die schon 1997 von SIB in FSA umbenannte Aufsichtsbehörde<sup>895</sup> schon im Vorhinein de facto einen Großteil der SRO-Aktivitäten übernommen hatte.<sup>896</sup>

Obwohl die Errichtung einer einzigen Regulierungsbehörde für den gesamten Finanzdienstleistungssektor allgemein begrüßt wurde, wurde verschiedentlich die Befürchtung geäußert, dass die Zentralisierung eine wenig differenzierte „one size fits all“-Regulierung zur Folge haben könnte.<sup>897</sup> Des Weiteren wurde gemutmaßt, dass der FSMA die der Regulierung unterworfenen Unternehmen einer erhöhten Regulierungslast aussetzen würde und so die Wettbewerbsfähigkeit der britischen Finanzdienstleister beeinträchtigen könnte. Öffentlich diskutiert wurde insbesondere auch das Zusammenspiel des *caveat emptor*-Prinzips mit der Rolle des Staates als Verbraucherschützer.<sup>898</sup>

Selbst beim kursorischen Lesen des FSMA fällt der im Vergleich zur früheren Regelung hohe Regulierungsgrad auf, die sich in der ungewöhnlichen Länge des Gesetzeswerks manifestiert, das mit seinen insgesamt 30 Abschnitten (*Parts*), 433 Artikeln (*Sections*), 22 Anhängen (*Schedules*) und den vielfältigen dazu erlassenen ausführenden Verordnungen (*statutory instruments* – SI) weit über tausend Seiten Umfang erreicht.

##### (i) Überblick

Die Kernvorschrift des Gesetzes findet sich in Sec. 19(1), die sogenannte „*general prohibition*“, derzufolge es jeder Person untersagt ist, in Großbritannien einer regulierten Tätigkeit (*regulated activity*) nachzugehen, ohne entweder eine Erlaubnis (*authorisation*) zu haben oder von einem Dispens (*exemption*) zu profitieren.<sup>899</sup> Eine Erlaubnis ist mit Inkrafttreten des FSMA nur noch durch die FSA erhältlich. Der FSMA schafft ein einheitliches, umfassendes Regulierungsgesetz für den gesamten Finanzdienstleistungssektor und fasst die bisher verstreute Regelungen unter einem Dach zusammen.

---

lediglich staatliche Funktionsträger und Branchenvertreter der Finanzintermediäre, nicht aber Vertreter von Verbraucher- oder Anlegerschutzorganisationen an.

<sup>892</sup> LOMNICKA, J.B.L. 1999, S. 480, 485.

<sup>893</sup> Siehe dazu schon § 10 I. 2.

<sup>894</sup> HOFFMANN, WM 2000, S. 1773, 1783.

<sup>895</sup> Financial Services (Change of Name of Designated Agency) Rules 1997, SIB 20.10.1997.

<sup>896</sup> TURING/CRAMB, BJIBFL 2000, S. 443, die die gesetzliche Bestätigung der in der Praxis schon erfolgten Übernahme als eine Formalität bezeichnen.

<sup>897</sup> TOUBE in PERRY, S. 1, 7f.

<sup>898</sup> TOUBE, *ibid.*, S. 7.

<sup>899</sup> „No person may carry on a regulated activity in the United Kingdom, or purport to do so, unless he is – (a) an authorised person; or (b) an exempt person.“

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

Entgegen der noch im FSAct vorherrschenden institutionellen Regulierung, bei der eine Zulassung noch aufgrund der Zugehörigkeit zu einer bestimmten Branche erteilt wird, ist im FSMA ganz im Sinne des funktionalen Regulierungsansatzes die Zulassung von der ausgeübten Tätigkeit selbst abhängig.

In einer weiteren wichtigen materiellen Neuerung gegenüber dem FSAct wird jedwedes Marketing für Finanzprodukte (*financial promotion*) mit einem allgemeinen präventiven Verbot mit Erlaubnisvorbehalt belegt<sup>900</sup>; dabei wird es einer Ausführungsverordnung überlassen, die erlaubten Vorgehensweisen und Tätigkeiten aufzuführen.<sup>901</sup> Auch die regulierten Tätigkeiten sind überraschenderweise nicht im FSMA selbst, sondern nur in einer Ausführungsverordnung geregelt. Gemäß der Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001, SI 2001/544 (RAO)<sup>902</sup> werden so gut wie alle Finanzdienstleistungen und –leister seit diesem Datum von der FSA beaufsichtigt. Interessant ist dabei, dass im FSMA der Begriff des *investment* im Vergleich zum FSAct erweitert wird und nunmehr auch alle *contracts of insurance*<sup>903</sup> umfasst. Die Beaufsichtigung durch die FSA gilt hinsichtlich der *prudential regulation* daher nun nicht mehr nur für Lebensversicherungsgesellschaften, sondern für alle Versicherungsunternehmen. Hinsichtlich des Vertriebs, d.h. der *conduct of business*-Regeln, hingegen bleibt es zunächst bei der durch den FSAct etablierten Trennung zwischen *long term* und *general insurance*, weil bei der Verabschiedung des FSMA die Einschätzung bestand, dass der Vertrieb von *general insurance*-Produkten einer besonderen staatlichen Regulierung nicht bedürfe.<sup>904</sup> Nachdem diese Entscheidung inzwischen revidiert worden ist, wird die FSA im Jahre 2004 neben der Aufsicht über den Vertrieb von Lebensmittelversicherungen auch die über den Vertrieb von *general insurance* übernehmen.<sup>905</sup>

Interessant ist, dass trotz der herausragenden Bedeutung des Gesetzes, die sich im langwierigen und höchst umstrittenen Gesetzesverfahren<sup>906</sup> gezeigt hat, eine ausgiebige Erörterung in der rechtswissenschaftlichen Literatur in Großbritannien kaum stattgefunden hat. Hatte der FSAct 1986 noch eine umfangreiche – wenngleich meist praxisorientierte – Literatur generiert<sup>907</sup>, gibt es für die kaum weniger umwälzenden Neuerungen des FSMA neben einigen von Praktikern verfassten Einführungsmonographien<sup>908</sup>, die kaum über die Wiedergabe des bloßen Gesetzestexts hinausgehen, und einigen verstreuten, nur wenige Seiten zählenden Artikeln in den maßgeblichen britischen juristischen Fachzeitschriften<sup>909</sup> keine vertiefende wissenschaftliche Literatur – ganz im Gegensatz beispielsweise zum

---

<sup>900</sup> Sec. 21 FSMA.

<sup>901</sup> Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions Exemption) Order, SI 2001/1335.

<sup>902</sup> Dazu ausführlich BATES, BJIBFL 2001, S. 303ff.

<sup>903</sup> Sec. 22(1) und (2) i.V.m. Schedule 2 Part II Nr. 10. und 20 FSMA; nach Schedule 2 Part II Nr. 22 gelten nunmehr auch Bankeinlagen (*deposits*) als *investment*.

<sup>904</sup> BLYTH, BJIBFL 2001, S. 411.

<sup>905</sup> Siehe dazu gleich § 11 I. 2. c) .

<sup>906</sup> Zur langwierigen und umstrittenen legislatorischen Entwicklung vom ersten Diskussionsentwurf bis zum *royal assent* siehe ALCOCK, S. 10 (*“unprecedented amount of prelegislative scrutiny”*); RYDER, BLR 2000, S. 253, 256 (*“one of the most controversial pieces of legislation”*); ausführlich zur Entstehungsgeschichte auch LOMNICKA, J.B.L. 1999, S. 480ff.

<sup>907</sup> Siehe dazu die Nachweise unter § 11 I. 1. b) .

<sup>908</sup> Vgl. die schon zitierten Werke von BLAIR (FSMA), ALCOCK und PERRY sowie ein *annotated guide* von LOWE.

<sup>909</sup> LOMNICKA, J.B.L. 1999, S. 480ff.; RYDER, BLR 2000, S. 253ff.; TURING/CRAMB, BJIBFL 2000, S. 443ff.; BATES, BJIBFL 2001, S. 303ff.; BLYTH, BJIBFL 2001, S. 411ff.; speziell zur Versicherungsregulierung BOLÉAT, JFRC 1998, S. 70ff.; ders., JFRC 1998, S. 320ff.

amerikanischen Kapitalmarktrecht, in dem kleinste Änderungen umfangreicher akademischer Kommentierung ausgesetzt sind.<sup>910</sup>

(ii) Allgemeine Regulierungsziele

Sec. 2 FSMA schreibt erstmals gesetzlich die vier Regulierungsziele fest, zu deren Förderung und Verfolgung die FSA verpflichtet ist; Marktvertrauen (*market confidence*), öffentliche Bewusstseinsbildung (*public awareness*), Anlegerschutz (*consumer protection*) und Verringerung finanzmarktbezogener Kriminalität (*reduction of financial crime*). Dieses „magische Viereck“<sup>911</sup> wird in Sec. 3-6 FSMA näher ausgeführt:

Demnach soll das Augenmerk der FSA zunächst der Erhaltung des Vertrauens in das Finanzsystem gelten, womit dem Regelungsziel des Funktionsschutzes entsprochen wird.<sup>912</sup>

Mit dem Funktionsschutz und der Erhaltung des Marktvertrauens ist auch das vierte Ziel eng verbunden, demzufolge die Reduzierung der Kriminalität auf den Finanzmärkten angestrebt werden soll.<sup>913</sup> Darunter versteht Sec. 6 para. 3 FSMA jede Form von Betrug, Untreue oder strafrechtlichem Fehlverhalten, insbesondere durch missbräuchliche Ausnutzung der Informationsasymmetrie auf den Finanzmärkten.<sup>914</sup>

Des Weiteren soll das Verständnis der Öffentlichkeit für das Finanzsystem gefördert werden, was zum einen die Aufklärung hinsichtlich Risiken und Nutzen verschiedener Anlageinstrumente und zum anderen hinsichtlich adäquater Informations- und Beratungsleistung beinhaltet. Ziel der FSA ist somit eine kontinuierliche Verbrauchererziehung, die durch Anhebung der wirtschaftlichen Allgemeinbildung (*general financial literacy*) und Bereitstellung generischer vergleichender Informationen erreicht werden soll.<sup>915</sup> Mitunter ist aus diesem Ziel gefolgert worden, dass der FSMA eine sozialpolitische Stoßrichtung besitze, die in Großbritannien eine seltene Ausnahme bilde.<sup>916</sup> Dabei ist allerdings zu beachten, dass auch die angestrebte „*public awareness*“ in Finanzangelegenheiten nicht etwa unter paternalistischen Vorzeichen steht, sondern den Verbraucher vielmehr mit den Informationen versorgen soll, die er benötigt, um eine eigenverantwortliche Entscheidung zu treffen.<sup>917</sup>

Als letztes und hier relevantes Regulierungsziel soll die FSA ein angemessenes Verbraucherschutzniveau sicherstellen. Indessen war die Frage, welcher Grad an Verbraucherschutz angemessen ist, heftig umstritten. Während die Verbraucherverbände den *caveat emptor*-Grundsatz im Finanzmarktrecht für nicht anwendbar erklärt sehen wollten, suchten die Berufsverbände der Finanzdienstleister eine Verankerung dieses althergebrachten Prinzips im FSMA zu erreichen.<sup>918</sup> Die vom Gesetzgeber schließlich verabschiedete Form des

<sup>910</sup> FLEISCHER, RIW 2001, S. 817, 819, führt drei Erklärungen für diese spärliche wissenschaftliche Durchdringung der neuen Regelungen an: die lange Tradition der Selbstregulierung, die einer wissenschaftlichen Aufarbeitung von vornherein nur wenig Stoff bot, das universitäre Beurteilungssystem des *peer review*, das Pionierarbeit in wenig erforschten Sachgebieten eher zurückhaltend honoriert, sowie die übermächtige Stellung der eingesessenen Anwaltsfirmen in der Londoner City, die das Finanzmarktrecht seit langem zu monopolisieren suchen. Allerdings erklärt dies nicht, warum zum FSAct 1986 eine vergleichsweise umfangreiche Literatur existiert. Die plausibelste Begründung für den Mangel an Literatur zum FSMA ist möglicherweise schlicht der immer noch geringe zeitliche Abstand zu Verabschiedung (14.06. 2000) und Inkrafttreten (01.12.2001). Auch ein großer Teil der Literatur zum FSAct und den durch die SIB eingeführten Verhaltensregeln wurde erst im Rahmen des „*new settlement*“ 1991 und damit über fünf Jahre nach Verabschiedung des FSAct veröffentlicht.

<sup>911</sup> FLEISCHER, RIW 2001, S. 817, 820.

<sup>912</sup> Siehe dazu schon § 2 II. 2.

<sup>913</sup> FSA (REGULATOR), S. 9.

<sup>914</sup> Zu den einzelnen Zielen ausführlich TAYLOR in BLAIR (FSMA), S. 17ff.

<sup>915</sup> FSA (REGULATOR), S. 7f.

<sup>916</sup> FLEISCHER, RIW 2001, S. 821; TAYLOR in BLAIR (FSMA), S. 17, 33.

<sup>917</sup> FSA (REGULATOR), S. 9.

<sup>918</sup> TAYLOR in BLAIR, S. 17, 28ff.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

Sec. 5(2)(a)-(c) FSMA sieht vor, dass die FSA bei der Ausformung ihrer Regelungen nicht nur das mit den verschiedenen Anlageinstrumenten verbundene Risiko und die unterschiedliche Erfahrung und Geschäftsgewandtheit verschiedener Anleger, sondern auch das Bedürfnis der Anleger nach Beratung und genauer Information beachten muss. Diese Allgemeinplätze, die in weitgehend identischer Art auch schon in den Regeln der SIB und SROs enthalten waren, werden allerdings ergänzt durch die Einschränkung, dass Verbraucher für ihre Entscheidungen die Verantwortung zu übernehmen haben<sup>919</sup>, woraus zu schließen ist, dass auch im Rahmen des FSMA der rational handelnde Verbraucher Leitfigur bleibt. Das *caveat emptor*-Prinzip besteht demnach in seiner abgeschwächten Form weiter fort und hat sich gegen weitergehende paternalistische Schutzkonzepte nach dem Leitbild des *homo inferior* durchgesetzt. Diese Auffassung spiegelt sich auch in einem Grundsatzpapier der FSA wider, in dem die FSA ihren risikobasierten Ansatz (*risk-based approach*) erläutert und vier grundlegende Risiken darstellt, denen Verbraucher in ihren Finanzangelegenheiten ausgesetzt sind – das Risiko eines Unternehmenszusammenbruchs, etwa durch unfähiges Management oder Kapitalmangel (*prudential risk*), das Betrugs- oder Irreleitungsrisiko (*bad faith risk*), das Informationsrisiko, dass Kunden Produkte erwerben, die sie nicht verstehen bzw. die nicht ihren Bedürfnissen entsprechen (*complexity/suitability risk*) und das Investitionsrisiko, dass Anlagen nicht die erwarteten Erträge abwerfen (*performance risk*).<sup>920</sup> Die FSA sieht ihre Rolle demnach in der Minimierung der ersten drei Risiken, während das *performance risk* von den Kunden selbst getragen werden muss.<sup>921</sup>

#### (iii) Financial Services Authority

Der FSMA stattet die FSA direkt mit umfassender Regulierungsgewalt aus, so dass die vorher bestehende direkte parlamentarische Verantwortlichkeit nunmehr eingeschränkt ist.<sup>922</sup> Eine Kontrolle ist auch mittels gerichtlicher Überprüfung nur bedingt möglich, da Schadensersatzansprüche gegen die FSA und ihre Mitarbeiter gemäß Schedule 1 Sec. 19 FSMA nur bei vorsätzlichem oder zumindest grob fahrlässigem Fehlverhalten (*“bad faith“*) geltend gemacht werden können.<sup>923</sup> Allerdings sind andere Kontrollmöglichkeiten der Tätigkeit der FSA vorgesehen, wie zum Beispiel die Einrichtung von Verbraucher- und Praktiker-Ausschüssen, von deren Empfehlungen nur mit besonderer Begründung abgewichen werden darf, die Einsetzung unabhängiger Ermittler bei Beschwerden über die FSA oder die indirekte parlamentarische Kontrolle durch die Ernennung des FSA-Vorstands durch das Finanzministerium, das seinerseits dem Parlament verantwortlich ist sowie die Konsultationspflicht der FSA vor dem Erlass neuer Vorschriften.<sup>924</sup> Die Konsultationspflicht beinhaltet, dass die FSA im Rahmen der Regulierungstätigkeit sowohl die Finanzdienstleistungsindustrie als auch die Verbraucher zu konsultieren verpflichtet ist, wodurch der de facto ohnehin stattfindende Konsultationsprozess gesetzlich festgeschrieben wird.

Das Delegierungsmodell, dem das alte System gefolgt war, wurde damit also aufgegeben. Sukzessive sind die bestehenden separaten Aufsichtsbehörden, allen voran das Securities and Investment Board (SIB), die drei SROs PIA, IMRO und SFA, neun *recognised professional bodies* (RPBs; Standesvereinigungen für Anwälte, Wirtschaftsprüfer, etc.), die bankaufsichtlichen Aufgaben der Bank of England, die Aufsicht über sämtliche

<sup>919</sup> Sec. 5 para. 2 lit. d FSMA.

<sup>920</sup> FSA (REGULATOR), S. 8.

<sup>921</sup> FSA (REGULATOR), *ibid*.

<sup>922</sup> Zur Problematik der Kontrolle der FSA ausführlich MISTRY, Co.Law. 2001, S. 246, 247.

<sup>923</sup> Die Haftungseinschränkung war im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens sehr umstritten – ALCOCK, S. 47; TAYLOR in BLAIR, S. 17, 24.

<sup>924</sup> Eine Auflistung findet sich bei TURING/CRAMB, BJIBFL 2000, S. 443; diese Kontrollmöglichkeiten sieht auch MISTRY, Co.Law. 2001, S. 246, 247 als ausreichend an.

Bausparkassen sowie die bei dem Finanzministerium angesiedelte Aufsicht über Versicherungen<sup>925</sup> in der FSA aufgegangen; die letzten operativen Bestimmungen des FSMA traten zum 1. Dezember 2001 in Kraft. Seit diesem Tag ist die FSA das umfassendste Regulierungsinstitut für Finanzdienstleistungen weltweit, ein *Super-Regulator*.<sup>926</sup> Als Vorzüge einer solchen Bündelung aufsichtsbehördlicher Kompetenzen wurden die straffere Organisation, klarere Verantwortlichkeiten und die Vermeidung von Reibungsverlusten im zwischenbehördlichen Verkehr angesehen.<sup>927</sup> Die Gründung der FSA ist gemeinhin begrüßt worden, weil dadurch dem regulatorischen Durcheinander der verschiedenen SROs ein Ende bereitet wurde, fand aber auch skeptische Aufnahme insbesondere hinsichtlich der schnellen Durchführung der Reform<sup>928</sup> sowie wegen der umfassenden Machtfülle der FSA, die eine Kontrolle erschwere.<sup>929</sup>

Gemäß Sec. 1(1) FSMA hat die FSA die Rechtsform einer Company Limited by Guarantee und ist demnach eine privatrechtlich organisierte Kapitalgesellschaft, die mit der Wahrnehmung öffentlicher Aufgaben betraut ist.<sup>930</sup> Schedule 1 Sec. 13 FSMA bestimmt entsprechend, dass die FSA keine Hoheitsträger und ihre Mitarbeiter keine öffentlichen Angestellten sind. Die privatrechtliche Ausgestaltung soll zum einen größere Nähe zu den Bedürfnissen der Praxis garantieren, zum anderen war dadurch die Verschmelzung der verschiedenen Aufsichtsbehörden auf die schon vorhandene SIB als aufnehmenden Rechtsträger schneller durchzuführen.<sup>931</sup>

#### (iv) FSMA und FSA Handbook – die neue two tier structure

Trotz seines Umfangs behandelt der FSMA samt dazugehörigen *statutory instruments* das britische Finanzmarktrecht nicht erschöpfend. Der FSMA enthält vielmehr eine Ermächtigungsnorm (*enabling section*), die weite Teile der Finanzmarktregulierung der Ausfüllung durch die FSA überantworten.<sup>932</sup> Auch zur Regelsetzung im Bereich der COB Rules ist die FSA gemäß dieser Generalermächtigung in Sec. 138 FSMA aufgerufen. Demnach kann die FSA in ihrem Zuständigkeitsbereich alle Regeln treffen, die ihr für einen Schutz der Anleger notwendig und erforderlich erscheinen. Diesem Auftrag ist die FSA durch die Erarbeitung eines umfangreichen Handbook of Rules and Guidance (Handbook) nachgekommen.<sup>933</sup> Das Handbook ist eingeteilt in verschiedene Kapitel (*blocks*), neben zwei speziellen instrumentbezogenen Kapiteln gibt es vier allgemeingültige *blocks*: High Level Standards, Business Standards, Regulatory Processes und Redress. Diese enthalten jeweils mehrere *sourcebooks* oder *manuals*.<sup>934</sup> Für die Untersuchung relevant ist zum einen das *sourcebook* mit Principles for Business (PRIN) in den High Level Standards, das zehn – im Vergleich zu den SIB *Principles* leicht modifizierte – grundsätzliche *principles of business* auflistet, die für alle von der FSA regulierten Finanzdienstleister gelten. Das *sourcebook*

<sup>925</sup> Das *insurance directorate* war bis 1997 beim DTI angesiedelt und wurde im Vorgriff auf die aufsichtlichen Veränderungen zum Finanzministerium verschoben – LOMNICKA, J.B.L. 1999, S. 480, 481.

<sup>926</sup> So ALCOCK, S. 9; BRIAULT (RATIONALE), S. 5; BLYTH, JIBFL 2001, S. 411.

<sup>927</sup> FLEISCHER, RIW 2001, S. 817, 819.

<sup>928</sup> SARKER, Co.Law. 1998, S. 11, 13: “[T]he FSA has been presented as a *fait accompli*“.

<sup>929</sup> Kritisch dazu ALCOCK, J.B.L. 1998, S. 371, der von einem “*regulatory monster*“ spricht.

<sup>930</sup> TAYLOR in BLAIR (FSMA), S. 17, 19f.

<sup>931</sup> FLEISCHER, *ibid.*

<sup>932</sup> TURING/CRAMB, BJIBFL 2000, S. 443, 445, sprechen von “*upwards of 99 provisions in the Act for delegated legislation to fill in details ...*“

<sup>933</sup> Ein detaillierterer Überblick über das FSA Handbook findet sich in TOUBE/CHAVDA in PERRY, S. 229ff., insb. S. 230-237 sowie bei PERRY in PERRY, S. 255, 256f.

<sup>934</sup> Jedes *sourcebook* ist mit einem drei- oder vierbuchstabigen Referenzcode ausgestattet, die zur Kennzeichnung den einzelnen Regeln vorangestellt werden. Im Folgenden soll dieser Referenzcode verwendet werden, um Regeln aus den entsprechenden Sektionen des FSA Handbooks zu zitieren.

Conduct of Business (COB) mit den detaillierten vertriebsbezogenen Verhaltensregeln findet sich im Kapitel Business Standards.<sup>935</sup> Daneben enthält das Handbook noch ein sehr ausführliches Glossary, in dem alle relevanten Begriffe definiert sind.

Die einzelnen *sourcebooks* weisen drei unterschiedliche Arten von Bestimmungen auf: Rules (R) müssen befolgt werden, während die Erfüllung einer Evidential Provision (E) die Einhaltung der dazugehörigen Rule vermuten lässt; Guidance (G) hingegen soll den Finanzdienstleistern bei der Auslegung der Rules Hilfestellung leisten.

Nach umfangreichen Vorarbeiten, verschiedenen *consultation papers*, die in einem regen Meinungsaustausch mit den betroffenen Berufs- und Verbraucherverbänden mündete, hat die FSA im Dezember 2001 die endgültigen Conduct of Business Rules (COB Rules) in das FSA Handbook eingeführt.<sup>936</sup> Das COB Sourcebook ist unter der Einschränkung, dass einzelne COB Rules einen engeren Anwendungsbereich bestimmen, grundsätzlich auf alle regulierten Tätigkeiten anwendbar.<sup>937</sup> Bei den zwar nunmehr auch als *investment* betrachteten Einlagen (*deposits*) oder Schadensversicherungsverträgen (*general insurance contracts*) gelten aber nur einige wenige COB-Regeln in eingeschränkter Form.<sup>938</sup> Zur Abgrenzung führt COB die neuen Begriffe des *designated investment* bzw. *designated investment business* ein, die Hauptgegenstand des COB *sourcebook* sind. Der Begriff des *designated investment* entspricht der durch den FSAct eingeführten Terminologie des *investment*<sup>939</sup>, so dass der Vertrieb von *general insurance* weiterhin unreguliert bleibt. *Packaged products* unterliegen wie unter den alten SIB/SRO-Regeln einer Vielzahl von besonderen Regeln.

Die den COB-Regeln unterfallenden Finanzdienstleistungstätigkeiten (*designated investment business*) beinhalten nach der Aufzählung in para. 14ff. RAO neben dem Vertrieb von *investments* als *principal* (originär) oder *agent* (derivativ) und der Vermögensverwaltung (*managing investments*) auch die reine Informations- bzw. Beratungstätigkeit ohne Vertriebsleistung (*advising on investments*), und zwar nicht nur die individualisierte Beratung sondern auch die nichtindividualisierte Empfehlung beispielsweise durch Printmedien, sofern die Publikation hauptsächlich anlageberatender Natur ist.<sup>940</sup> Hervorzuheben ist, dass *appointed representatives*, d.h. abhängige, aber rechtlich selbständige Vermittler, für die ein zugelassenes Unternehmen (*authorised firm*) als *principal* die Verantwortung übernommen hat, keiner eigenen Zulassung bedürfen; in einem solchen Fall ist dann der *principal* für die Einhaltung der Verhaltensregeln verantwortlich.<sup>941</sup>

#### c) DER VERTRIEB VON GENERAL INSURANCE

<sup>935</sup> Neben COB finden sich im Rahmen des Kapitels auch *sourcebooks* zum Market Conduct (MAR) und ein noch vorläufiges *sourcebook* zu Prudential Regulation (IPRU). Erwähnung finden im Folgenden auch die *sourcebooks* Enforcement (ENF) aus dem Kapitel Regulatory Processes und Dispute Resolution: Complaints (DISP) aus dem Kapitel Redress.

<sup>936</sup> Die folgende Analyse der neuen vereinheitlichten Regeln muss sich auf den Wortlaut und die im Rahmen der Konsultationen dargebrachten Meinungen beschränken, weil die bisher erschienene rechtswissenschaftliche Literatur lediglich einen allgemeinen Überblick über die Bestimmungen des FSMA gibt und sich nicht mit den Verordnungen oder den von der FSA in der Folge erlassenen Verhaltensregeln beschäftigt – zu den Gründen für diese sehr spärliche Behandlung in der Literatur siehe auch Fn. 910.

<sup>937</sup> COB 1.3.1 R (1).

<sup>938</sup> COB 1.3.2 G (2).

<sup>939</sup> Demnach sind *designated investments* neben Aktien (*shares*), Staatsanleihen (*government or public securities*), Optionen, Futures, Fondsanteilen (*units in a collective investment scheme*) und anderen Wertpapieren auch Lebensversicherungen (*life policies*).

<sup>940</sup> Para. 54 (1) RAO.

<sup>941</sup> So Sec. 39 (1)-(5) FSMA, die Haftungsübernahme ist in Sec. 39 (5) FSMA geregelt; FSMA (Appointed Representatives) Regulations 2001, SI 2001/1217, führt die Voraussetzungen für die Befreiung von der *general prohibition rule* näher aus.



(i) GISC bis 2004

Im Rahmen der umfassenden Reform des Finanzdienstleistungssektors durch den FSMA wurde auch der IBRA 1977 und damit die einzige statutarische – wenngleich nur rudimentäre – Regelungswerk für den Vertrieb von *general insurance* außer Kraft gesetzt.<sup>942</sup> Eine allgemeine statutarische Beaufsichtigung des Vertriebs im Bereich *general insurance* wurde aber zunächst von Seiten der Regierung weiterhin nicht für erforderlich gehalten.<sup>943</sup> Stattdessen förderte die Regierung die Einführung eines allgemein verpflichtenden Selbstverwaltungsregimes für den Bereich *general insurance*, der erstmals Elemente mittelbarer staatlicher Kontrolle aufweist. Der daraufhin gegründete General Insurance Standards Council (GISC) umfasst nicht nur Vermittler, sondern regelt auch den Direktvertrieb von Versicherungsgesellschaften. Der GISC hat nach mehreren Konsultationsrunden im Juni 2000 ausführliche Regelwerke zu den Verhaltenspflichten im Rahmen des Vertriebs von *general insurance*-Produkten erlassen – die GISC Rules, die von allen Finanzdienstleistern, die mit dem Vertrieb solcher Finanzprodukte beschäftigt sind, befolgt werden müssen, wenn sie Mitglieder im GISC sind. Allerdings ist der Beitritt zum GISC freiwillig, Nichtmitglieder haben sich weiterhin nach den bestehenden Selbstverwaltungsregelwerken von IBRC und ABI zu richten, so dass für den Bereich *general insurance* eine einheitliche verpflichtende Regulierung wiederum nicht geschaffen wurde. Die *general insurance*-Produkte, deren Vertrieb von der GISC beaufsichtigt wird, sind in Schedule 1 Part I RAO 2001 aufgelistet und umfassen demnach – um nur die wichtigsten zu nennen – private Krankenversicherungen, Unfallversicherungen, allgemeine Haftpflichtversicherungen, Rechtsschutz-, Feuer- und Gebäudeversicherungen sowie Kraftfahrzeugversicherungen.

Regulierte Tätigkeiten sind laut GISC-Definition neben dem Verkauf und der Vermittlung (*broking*) von *general insurance*-Produkten auch die bloße Beratung (*advising*) im Zusammenhang mit denselben.

(ii) Ab 2005

Nach den nicht durchweg positiven Resultaten der Selbstregulierung im Kapitalanlagebereich, die zur weiteren Einflussnahme des Staates und der Gründung der FSA beitrugen, war schon bei Gründung des GISC seitens der FSA gewarnt worden, dass neben der *functional regulation* von *general insurance firms* auch der Vertrieb und damit auch die Vermittler der gesetzlichen Kontrolle unterworfen werden würden, wenn das Selbstverwaltungsregime sich als nicht ausreichend effizient herausstellen sollte.<sup>944</sup> Die gesetzliche Einbindung des Vertriebs von *general insurance* als eines der letzten gesetzlich noch nicht erfassten Bereiche wird nun aufgrund europarechtlicher Vorgaben schneller erfolgen als vorgesehen. Das Finanzministerium gab am 12. Dezember 2001 bekannt, dass die FSA ab 2004 auch die Regulierung des Vertriebs im *general insurance business* übernehmen werde.<sup>945</sup> Ab diesem Zeitpunkt sollen auch Versicherungsunternehmen und Versicherungsvermittler in diesem Bereich durch die FSA zugelassen und überwacht werden, womit dann nach allen Versicherungsunternehmen und den Vermittlern im *long term insurance*-Segment auch die Versicherungsvermittler im *general insurance business* der FSA-Regulierung unterfallen

<sup>942</sup> Sec. 416(1)(c) FSMA; gleichzeitig wurde auch der IBRC aufgelöst – Sec. 416(3)(a) FSMA.

<sup>943</sup> BOLÉAT, JFRC 1998, S. 320, 322, verweist in diesem Zusammenhang darauf, dass beispielsweise eine Kraftfahrzeugversicherung (*motor insurance*) im Gegensatz zu Kapitallebensversicherungen starke Züge eines bloßen Gebrauchsgegenstands trage (“ ... *little more than a commodity*.”) und schließt daraus, dass eine identische Behandlung aller Versicherungsprodukte nicht zu rechtfertigen sei; anders HODGIN in BASEDOW (BERATUNG), S. 79, 94, der es schon 1997 für sinnvoll hielt, die Verkaufspraktiken und Beratungsstandards aller Vermittler in einem neuen Gesetz zu vereinen.

<sup>944</sup> BIRDS/HIRD, S. 194.

<sup>945</sup> So Staatsministerin Ruth Kelly in ihrer diesbezüglichen Ankündigung im Parlament.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

werden. Für diesen Schritt werden im Wesentlichen zwei Gründe angeführt: Zum einen soll durch die Aufnahme des *general insurance*-Vertriebs in die statutarische Aufsicht und Regulierung der FSA die Kohärenz und Simplizität des bestehenden integrativen Regulierungsansatzes fortgeführt werden. Zum anderen sollte die europäische Richtlinie zur Versicherungsvermittlung<sup>946</sup>, deren Verabschiedung imminenz war, quasi vorauseilend umgesetzt werden. Hervorzuheben ist, dass die Regierung eine kohärente Vertriebsregulierung nicht nur für alle Arten von Versicherungsvermittlern – unabhängig und abhängig – plant, sondern auch für Versicherungsgesellschaften im Direktvertrieb, dies ausdrücklich, um Verwirrung bei den Verbrauchern zu vermeiden und alle im Vertrieb tätigen Personen einem einzigen Regulierungssystem zu unterwerfen.<sup>947</sup> Auch für das *general insurance business* ist eine umfassende *conduct of business regulation* vorgesehen. Die FSA hat erste Konsultationen dazu in der ersten Jahreshälfte 2003 durchgeführt. 2004 lag dann ein komplettes *Sourcebook on Conduct of Business Rules* vor, das in die bestehende COB-Regulierung des FSA Handbook eingefügt werden soll.<sup>948</sup> Die FSA hat bei der Ausarbeitung der COB Rules für *general insurance* maßgeblich auf die diesbezüglichen Vorarbeiten des GISC zurückgegriffen.<sup>949</sup> Die GISC Rules geben essentielle Vorgaben für die Ausprägung der zukünftigen FSA-Regeln und sollen daher – auch wenn ihnen keine Gesetzesqualität zukommt – im Folgenden an den entsprechenden Stellen in die Analyse der britischen Verhaltensregeln mit einbezogen werden.

## II. WOHLVERHALTENSREGELN

In Anbetracht des mehrere hundert Seiten umfassenden COB *sourcebook* ist es an dieser Stelle nicht möglich, alle COB-Regeln adäquat abzubilden. Die folgende Beschreibung soll einen – wenn auch detaillierten – Überblick über die wichtigsten Regelungen bieten, die im Rahmen des Vertriebs von Finanzprodukten in Großbritannien Anwendung finden.

### 1. UNTERSCHIEDLICHE VERHALTENSVERPFLICHTEN JE NACH KUNDENKATEGORIE

#### a) *DESIGNATED INVESTMENT BUSINESS*

In Großbritannien ist die Vertriebsregulierung von Finanzprodukten dadurch gekennzeichnet, dass die verschiedenen Geschäftspartner von Finanzdienstleistungsunternehmen unterschiedlich behandelt werden. Dabei wird als Oberbegriff für alle Personen, mit denen Finanzdienstleister Geschäfte machen, der des Klienten (*client*) verwendet. Schon unter dem FSAct und den Regeln des SIB wurden die Geschäftspartner von Finanzdienstleistungsunternehmen nicht als einheitliche Gruppe angesehen, um unterschiedlich stark ausgeprägte Schutzbedürfnisse abbilden zu können. Durch die Unterscheidung verschiedener Kundengruppen konnte die Einhaltung grundlegender Schutzstandards für den unerfahrenen Privatkunden garantiert werden, ohne den erfahrenen

<sup>946</sup> Dazu gleich siehe § 12 II. 2. b) (ii) .

<sup>947</sup> HM TREASURY: *Regulating Insurance Mediation*, Consultation Document, 21.10.2002, S. 19.

<sup>948</sup> Zeitplan des britischen Finanzministeriums: [http://www.hm-treasury.gov.uk/Documents/Financial\\_Services/Mortgages\\_and\\_GeneralInsurance\\_Regulation/fin\\_mgiregs\\_time.cfm](http://www.hm-treasury.gov.uk/Documents/Financial_Services/Mortgages_and_GeneralInsurance_Regulation/fin_mgiregs_time.cfm).

<sup>949</sup> So zumindest der GISC, der in den auf seiner Webseite abgehandelten *Frequently Asked Questions* (FAQs) hinsichtlich des Fortbestandes der GISC-Regeln unter dem neuen FSA-Regime wie folgt ausführt: “GISC will engage in an active dialogue with the FSA and will contribute its expertise and experience to the FSA’s own regulatory approach. It is our intention to offer the Treasury and the FSA a proven regulatory regime which they will feel needs no radical disruption.”

Experten unnötigen und unvernünftigen Beschränkungen zu unterwerfen.<sup>950</sup> Das FSA Handbook schafft nun ein einheitliches ausgefeiltes Klassifizierungssystem, das den Finanzdienstleistern genaue Parameter für die zwingend erforderliche Einordnung der Klienten an die Hand gibt.<sup>951</sup> Die Einteilung orientiert sich maßgeblich an institutionellen Eigenschaften der Klienten, zum anderen berücksichtigt das System aber auch individuelle Besonderheiten. Dadurch wird die notwendige Durchlässigkeit erreicht, um jeden Klienten entsprechend seines persönlichen Schutzbedarfs einordnen zu können.

(i) Market counterparties

Das FSA Handbook übernimmt den schon in den SIB- und SRO-Regeln verankerten Grundsatz, dass die COB-Regeln nicht auf alle *clients* anwendbar sind und trifft entsprechend eine Unterscheidung zwischen *customers* und *non-customers*. Diese Zweiteilung entspricht der für das britische Kapitalmarktrecht charakteristischen Trennung zwischen *wholesale* und *retail financial markets*.<sup>952</sup> Die Teilnehmer der *wholesale markets*, die sogenannten *market counterparties* oder *professional investors*<sup>953</sup>, sind als *non-customers* von den kundenschützenden Verhaltensregeln generell ausgeschlossen.<sup>954</sup> Als *market counterparties* gelten nach dem FSA Glossary Staaten oder staatliche Behörden, insbesondere Zentralbanken bzw. staatliche Anlagegesellschaften, die mit dem Management von Staatschulden betraut sind. Die wichtigste Gruppe der *market counterparties* sind die Finanzdienstleister selbst (im Handbook kurz *firms* genannt): Geschäfte mit anderen Finanzdienstleistern, also allen Unternehmen, die selbst professionell Kapitalanlagegeschäfte tätigen, werden grundsätzlich als solche unter *market counterparties* angesehen, so dass COB-Regeln keine Anwendung finden.<sup>955</sup> Für all diese Personen gilt, dass sie im Zusammenhang mit den von der FSA regulierten Aktivitäten – über das im allgemeinen Geschäftsverkehr ohnehin übliche Maß hinaus – nicht als schutzbedürftig angesehen werden.

(ii) Intermediate customers

Die Kunden (*customers*) sind wiederum zu unterteilen in *intermediate* und *private customers*. Das Hauptaugenmerk der Verhaltenspflichten liegt auf den besonders schutzbedürftigen Privatkunden. Die Geschäftstätigkeit von *intermediate customers*, unter den SIB und SRO-Regeln mit weitgehend identischer Definition noch *non-private* bzw. *business investor* genannt,<sup>956</sup> ist zwar nicht das professionelle Anlagegeschäft selbst, enthält aber typischerweise diverse Anlageaktivitäten. *Intermediate customers* sind aufgrund ihrer Erfahrung und Kenntnis weniger schutzbedürftig, so dass ihnen gegenüber die COB-Regeln nur zum Teil Anwendung finden. Beispielhaft sei ein Schokoladenproduzent genannt, dessen Geschäft es mit sich bringt, Güter wie Kakao und Zucker zu kaufen und der zur Absicherung die Future-Märkte für Kakao, Zucker oder Devisen nutzt.<sup>957</sup> Ein solchermaßen mit den Kapitalmärkten vertrauter Kunde braucht nicht den gleichen Schutz wie ein normaler Privatanleger. Der Sachverstand eines solchen Anlegers spiegelt sich entsprechend in den auf

---

<sup>950</sup> BERRILL in DUFOUR/HIRSCH, S. 27, 30f. zum FSAct; für den FSMA nun ebenso PERRY in PERRY, S. 255, 266f.

<sup>951</sup> COB 4.1.4 R (1).

<sup>952</sup> BLIESENER, S. 194.

<sup>953</sup> So die Terminologie nach den alten SIB und SRO Rules.

<sup>954</sup> Ausdrücklich COB 1.3.3 G (1) mit Ausnahme der COB-Regeln zur *financial promotion*, die auch gegenüber *market counterparties* gelten.

<sup>955</sup> Dazu gibt es aber eine Vielzahl von Ausnahmen, siehe COB 4.1.7 (1) für den Grundsatz, (2)-(5) für die Ausnahmen.

<sup>956</sup> Zu den geringfügigen Unterschieden zwischen dem *intermediate customer* des FSA Handbook und dem *non-private customer* der SROs im einzelnen siehe PERRY in PERRY, S. 255, 268.

<sup>957</sup> Dieses Beispiel benutzt BERRILL in DUFOUR/HIRSCH, S. 27, 31.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

ihn zugeschnittenen Regeln wider. Als *non-private customers* gelten nach dem FSA Glossary – um nur die wichtigsten zu nennen – Kommunen (*local authorities*), börsengehandelte Aktiengesellschaften (*body corporate with listed shares*), andere Unternehmen mit einem Reinvermögen (*net assets*) von mehr als £5 Mio.

Darüber hinaus können auch solche Privatkunden, die die Bedingungen für eine Klassifizierung als *expert private customers* erfüllen, als *intermediate customer* eingestuft werden. Dazu muss ein Finanzdienstleister zum einen sichergestellt haben, dass der Privatkunde über ausreichend Erfahrung und Kenntnis (*sufficient experience and understanding*) verfügt.<sup>958</sup> Weiterhin ist für eine solche Einstufung erforderlich: eine schriftliche Warnung darüber, auf welche Schutzrechte des Regulierungssystems der Kunde dadurch verzichtet, ausreichend Zeit für den Kunden, die Implikationen einer solchen Einstufung zu übersehen und der Nachweis der Zustimmung durch den Kunden.<sup>959</sup> Die Zustimmung des Kunden, als *intermediate customer* behandelt zu werden, kann auf einzelne Arten des *designated investment* bzw. *designated investment business* beschränkt werden.<sup>960</sup>

Die Frage, ob ein Privatkunde über ausreichende Erfahrung und Kenntnis verfügt, bestimmt sich nach dem Wissen und dem Verständnis des Kunden bzgl. der entsprechenden Anlageart und den damit verbundenen Risiken, der Zeitdauer der Anlageaktivität auf diesen Märkten, der Häufigkeit dieser Geschäfte, dem Ausmaß der Beratungsintensität, die ihm von der *firm* zuteil wurde, Umfang und Natur der Geschäfte, die für den Kunden getätigt wurden und einer Einschätzung der finanziellen Situation des Kunden.<sup>961</sup> Unter ähnlichen Aufklärungsvorgaben ist auch eine Aufstufung vom *intermediate customer* zur *market counterparty* möglich.<sup>962</sup> Jedwede Aufstufung muss gemäß COB 4.1.15 R nach Jahresfrist überprüft werden.

#### (iii) Private customers

Privatkunden sind nach der Definition im FSA Glossary Klienten, die weder *market counterparty* noch *intermediate customer* sind<sup>963</sup>; darunter fallen neben natürlichen Personen (*individuals*) überraschenderweise auch Kapitalanlagegesellschaften (*regulated collective investment schemes*). Eine „Herabstufung“ von *intermediate customers* oder *market counterparties* zu *private customers* ist ohne weitere Voraussetzungen möglich, sofern eine solche Einstufung dem entsprechenden Klienten mitgeteilt wird.<sup>964</sup>

Zwei besondere Gruppen innerhalb der Privatkunden, die noch unter den SIB/SRO-Regeln unterschieden wurden, werden im FSA Handbook nicht mehr gesondert aufgelistet. Eine Abgrenzung erfolgte hinsichtlich dieser Personengruppen nicht nach dem Erfahrungsstand, sondern nach dem Kontext des getätigten Geschäfts: der *execution-only customer*, der schon im Vorhinein ganz genau weiß, welche Transaktion er ausgeführt haben möchte, so dass sich

---

<sup>958</sup> COB 4.1.9 R (1)(a).

<sup>959</sup> COB 4.1.9 R (1)(b)(i)-(iii). Der Inhalt der *written warning* wird in COB 4.1.11 E (1) präzisiert; demnach sollte eine *firm* alle Regeln auflisten, die Schutzwirkung nur für *private customers* entfalten und die

<sup>960</sup> COB 4.1.9 R (2)(a) und (b).

<sup>961</sup> So COB 4.1.10 G (1)(a)-(d). Um ausreichende Erfahrung und Kenntnis annehmen zu können, muss ein Finanzdienstleister aller Wahrscheinlichkeit nach mehr als nur eines der in (1) genannten Kriterien betrachten – G (2).

<sup>962</sup> COB 4.1.12 R (2); nach COB 4.1.12 R (1) muss ein Unternehmen für eine solche Aufstufung eine gewisse Größe aufweisen – dafür ist entweder ein Aktienkapital von mindestens £10 Mio. erforderlich oder eine Bilanzsumme von €12,5 Mio., ein Nettoumsatz von €25 Mio. oder eine Angstelltenzahl von 250 im Jahresdurchschnitt.

<sup>963</sup> Vom *private customer* zu unterscheiden ist der Begriff der *private person*, der bei der Klagebefugnis gegen Verstöße gegen Wohlverhaltensregeln verwendet wird – siehe dazu ausführlich § 11 III. 2. a) .

<sup>964</sup> COB 4.1.14 R (1); nach (2) muss der Klient in einem solchen Fall auch darüber informiert werden, dass diese Einstufung ihm nicht notwendigerweise Rechte unter dem Financial Ombudsman Service (FOS) gewährt – zum FOS siehe § 11 III. 2. b) (i) .

die Tätigkeit des Finanzdienstleisters auf die reine Ausführung beschränkt und der *occasional customer*, der eine längerfristige Geschäftsbeziehung nicht beabsichtigt.<sup>965</sup>

b) *GENERAL INSURANCE*

Auch im Bereich *general insurance* wird unterschieden zwischen *private customers*, für die der GISC Private Customer Code gilt, und *commercial customers*, bei denen die Finanzdienstleister den GISC Commercial Code einhalten müssen. Nach den GISC-Definitionen ist ein *private customer* eng, aber ungleich ungenauer als unter dem FSA-Regime definiert als ein Kunde, der eine natürliche Personen ist und zu anderen als bloßen Geschäftszwecken handelt.

2. ALLGEMEINE INTERESSENWAHRUNGSPFLICHT

a) *COMMON LAW*

Im britischen *common law*, in dem grundsätzlich ebenso wie in den USA das *caveat emptor*-Prinzip gilt<sup>966</sup>, hat sich aus dem *law of equity* und *law of agency* eine allgemeine Interessenwahrungspflicht für Finanzdienstleister entwickelt.<sup>967</sup> Weil der Finanzdienstleister als *agent* für den Kunden tätig wird und sich in einer Position als Treuhänder (*fiduciary*) befindet, ist er gehalten, die Interessen seines *principal* oder *customer* zu wahren. Diese *fiduciary duty* oder *duty of loyalty* besteht jedenfalls für die Finanzdienstleister, die Kunden Kapitalanlagen vermitteln.<sup>968</sup> Auch für unabhängige Versicherungsmakler ist sie anerkannt.<sup>969</sup> Auch wenn der genaue Umfang der Verpflichtungen eines Treuhänders und die Folgen eines Verstoßes nur nach den Umständen des Einzelfalles bestimmt werden können, lassen sich für das britische *common law* vier grundlegende *fiduciary duties* ausmachen, die sich vielfältig überschneiden:<sup>970</sup>

*No conflict rule*: Demnach muss ein Treuhänder Situationen zu vermeiden suchen, in denen seine eigenen Interessen mit denen seiner Kunden in Konflikt geraten können.

*No profit rule*: Ein Treuhänder darf seine Position nicht auf Kosten seiner Kunden ausnutzen.

*Confidentiality duty*: Von Kundeninformationen darf nur zum Nutzen des Kunden und nicht zum eigenen Vorteil oder zum Vorteil Dritter Gebrauch gemacht werden.

*Undivided loyalty rule*: Ein Treuhänder schuldet seinem Kunden ungeteilte Loyalität und hat seine Interessen zu wahren; aus dieser Regel folgt auch, dass ein Treuhänder einem Kunden all die Informationen zukommen lassen muss, die für die Geschäfte des Kunden relevant sind. Versicherungsgesellschaften und die von ihnen abhängigen Vertretern hingegen trifft nach *common law* nicht automatisch eine umfassende *duty of loyalty*, sondern lediglich eine Pflicht des *utmost good faith*<sup>971</sup>, die das eigentlich geltende Prinzip des *caveat emptor* einschränkt. Das Versicherungsgeschäft ist aber jedenfalls treuhänderischer Natur (*of fiduciary nature*)<sup>972</sup>,

<sup>965</sup> Als Beispiel für einen *occasional customer* sei ein Erbe genannt, der geerbte Anlagepapiere lediglich verkaufen, das Kapital aber nicht wieder investieren möchte; zu beiden Kundengruppen ASHE, Co.Law. 1987, S. 158f.; BERRILL in DUFOUR/HIRSCH, S. 27, 32.

<sup>966</sup> RIDER in FERRARINI, S. 149, 151.

<sup>967</sup> Ibid., S. 149, 151f.; zum Ausmaß der *fiduciary duties* insbesondere bei der Vermögensverwaltung ausführlich MCCORMACK, Co.Law. 1999, S. 2, 5ff.

<sup>968</sup> Ausführlich dazu für die Rechtslage vor dem FSMA siehe WHITE, S. 263ff.

<sup>969</sup> BIRDS/HIRD, S.186ff.

<sup>970</sup> LAW COMMISSION, Report Nr. 236, S. 2; WHITE, S. 263f.

<sup>971</sup> BIRD/HIRDS, S. 128ff. - *disclosure of material facts*.

<sup>972</sup> HANSELL, S. 175f.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

so dass auch nach der *duty of utmost good faith* dem Finanzdienstleister eine gewisse Verpflichtung obliegt, die Interessen seines Geschäftspartners nicht außer Acht zu lassen.

#### b) REGULATORY RULES

Die in den Prinzipien und im COB Handbook der FSA zusammengefassten Verhaltenspflichten der Finanzdienstleister gegenüber ihren Kunden bestimmen als *statutory rules* das Verhalten von Finanzdienstleistern erheblich präziser als das gewachsene *common law*. Viele der Regeln sind eigentlich eine Wiederholung der Verpflichtungen, die dem Finanzdienstleister als *fiduciary* unter *common law* obliegen<sup>973</sup>, binden aber unabhängig von dem tatsächlichen Bestehen einer *fiduciary duty* nach *common law* alle von der FSA zugelassenen und überwachten Unternehmen in gleicher Weise. Die grundlegende Interessenwahrungspflicht für alle von der FSA beaufsichtigten Unternehmen findet sich nämlich schon im FSA-Prinzip 6<sup>974</sup>, das neben allen mit dem Vertrieb von Investmentprodukten befassten Unternehmen (inkl. der Versicherungsvermittler von Lebensversicherungsprodukten) auch für alle Versicherungsgesellschaften gilt. Auch auf die noch keiner gesetzlichen Aufsicht unterworfenen Vermittler von *general insurance*-Produkten wird die allgemeine Interessenwahrungspflicht des FSA-Prinzips 6 mit Einführung der Aufsicht durch die FSA im Jahre 2004 anwendbar sein. Im Moment gelten für diese Finanzdienstleister noch die inhaltlich ähnlichen Bestimmungen des GISC *private customer* bzw. *commercial code*, denen zufolge Mitglieder ihre eigenen Interessen nicht über die Verpflichtungen gegenüber Kunden stellen sollen.<sup>975</sup> Für Unternehmen, die *designated investment business* betreiben, finden darüber hinaus auch die detaillierten COB-Regeln Anwendung: Dazu zählen beispielsweise die Verpflichtung, dem Kunden Eigeninteressen (*material interests*) aufzudecken<sup>976</sup>, die Kontrolle und Minimierung von Interessenkonflikten durch interne Maßnahmen wie *Chinese walls*<sup>977</sup> oder gar – in Fällen unvermeidbarer Interessenkonflikte – die Ablehnung der Durchführung eines Geschäfts.<sup>978</sup> Auch *churning* oder *switching*-Verbote finden sich an dieser Stelle.<sup>979</sup>

#### c) ZUM VERHÄLTNIS VON REGULATORY UND FIDUCIARY RULES

Die britische Law Commission hat speziell zum Verhältnis zwischen *regulatory* und *fiduciary rules* einen ausführlichen Bericht verfasst, in dem sie untersucht, inwieweit die regulatorischen Pflichten Auswirkungen auf die Ausprägung der ungeschriebenen *fiduciary duties* haben.<sup>980</sup> Dem Auftrag der Regierung zufolge sollte insbesondere der Frage nachgegangen werden, ob Regeln der Regulierungsbehörde (bzw. zum damaligen Zeitpunkt noch der SROs) dem *common law* vorgehen oder dieses modifizieren und somit die Erfüllung dieser Regeln einen Finanzdienstleister von eventuellen Klagen aus *fiduciary duties* freistellen können. Der Bericht der Law Commission bezieht dazu eher vage Stellung und meint lediglich, dass ein Gericht bei der Bestimmung der einem Finanzdienstleister gegenüber seinen Kunden obliegenden Pflichten nach *common law* eine vernünftige regulatorische

---

<sup>973</sup> WHITE, S. 267.

<sup>974</sup> PRIN 2.1.1 R (6): „A firm must pay due regard to the interests of its customers and treat them fairly.“

<sup>975</sup> 1.7. Satz 2 GISC Commercial Customer Code.

<sup>976</sup> COB 7.1.3. R bzw. 7.1.5 E.

<sup>977</sup> COB 7.1.8 G.

<sup>978</sup> COB 7.1.9 G („declining to act“).

<sup>979</sup> COB 7.2; zu weiteren abwicklungsbezogenen Interessenwahrungspflichten siehe gleich § 11 II. 4.

<sup>980</sup> LAW COMMISSION, Report Nr. 236, in Law Commission Reports, Bd. 29.

Pflicht jedenfalls berücksichtigen muss.<sup>981</sup> Dieses Ergebnis schafft allerdings für die Unternehmen selbst keine Rechtssicherheit, weil sie sich nicht darauf verlassen können, dass sie durch Erfüllung der regulatorischen Pflichten tatsächlich der Haftung entgehen.<sup>982</sup> Die durch fehlende Koordination von ungeschriebenem *common law* und aufsichtsrechtlichen Pflichten (*statutory duties*) gegebene Problematik harrt demnach auch im englischen Recht noch einer umfassenden Lösung.<sup>983</sup>

### 3. KOMMUNIKATIONSPFLICHTEN

Aus FSA Prinzip 7 (*communication with clients*) ergibt sich die grundsätzliche Pflicht jeder *firm*, den Informationsbedarf ihrer *clients* zu beachten und bei der Übermittlung von Informationen Sorge dafür zu tragen, dass dies in einer Weise erfolgt, die klar, fair und nicht irreführend ist.<sup>984</sup> Dies gilt nach PRIN 3.4.1 R hingegen für Geschäfte mit *market counterparties* nur insoweit, als Informationen nicht irreführend sein dürfen.

#### a) MARKETING UND KONTAKTANBAHNUNG

Im Bereich von Marketing und Kontakthanbahnung führt der FSMA ein völlig neues System ein, das die bisher getrennten Konzepte des *investment advertisement* und des *unsolicited call* als „*financial promotion*“ zusammenfasst und diese einem generellen Verbot mit Erlaubnisvorbehalt unterwirft.<sup>985</sup> Dies wurde für erforderlich gehalten, um besser auf moderne Werbetechniken reagieren zu können, die zur Kundenakquise auf neue Medien setzen; die bestehende Gesetzgebung zum Marketing von Kapitalanlagen war daher gravierenden Änderungen unterworfen.<sup>986</sup> Das Kapitel über *financial promotion* ist der einzige Teil des COB *sourcebook*, der grundsätzlich nicht nur für *designated investment business* gilt, sondern auch für Einlagen (*deposits*) und Schadensversicherungsverträge (*general insurance contracts*)<sup>987</sup>, und konkretisiert für den Bereich der Kontakthanbahnung die FSA-Prinzipien 6 und 7.<sup>988</sup>

COB 3.5.5 R unterscheidet zwischen Marketing- oder Werbemaßnahmen in Echtzeit (*real time*)<sup>989</sup> und solchen, die nicht in Echtzeit ablaufen (*non-real time*)<sup>990</sup>. Das entspricht nicht genau der traditionellen Unterscheidung zwischen unerwünschten Anrufen (*unsolicited call*) und allgemeiner Werbung für Kapitalanlagen (*investment advertisement*), weil auch vom Kunden gewünschte (*solicited*) Kommunikationen als *real time financial promotion*

---

<sup>981</sup> Ibid., S. 381f.

<sup>982</sup> So MORRIS, S. 94.

<sup>983</sup> Dazu siehe ausführlich § 8 II. ; dabei sollte allerdings hervorgehoben werden, dass die tatsächliche Abwicklung von Beschwerden im Privatkundenbereich ohnehin fast ausschließlich über Ombudsmann-Verfahren erfolgt und die privatrechtliche Durchsetzung der Verhaltenspflichten (*civil enforcement*) vor Gericht in Großbritannien trotz der Bereitstellung gesetzlicher Anspruchsgrundlagen nie eine Rolle gespielt hat – dazu ausführlich § 11 III. 2.

<sup>984</sup> PRIN 2.1.1 R (7); COB 2.1.3 R wiederholt diese Bestimmung für alle Arten der Kundenkommunikation und gibt dadurch einem Kunden im Falle des Verstoßes gegen diese Regel eine privatrechtliche Anspruchsgrundlage – dazu siehe § 11 III. 2. a) .

<sup>985</sup> Sec. 21 (1) FSMA.

<sup>986</sup> TURING/CRAMB, BJIBFL 2000, S. 443, 445.

<sup>987</sup> COB 3.1.1 R; die detaillierten COB-Regeln zur *financial promotion* hingegen finden auf den *general insurance*-Vertrieb wiederum keine Anwendung – siehe dazu PERRY in PERRY, S. 255, 258f. COB 3.8.6G verweist für das Marketing von solchen Produkten auf den GISC Code und den ABI Code of Practice.

<sup>988</sup> *Customers' interests* und *Communication with clients*.

<sup>989</sup> Während eines persönlichen Besuchs, eines Telefongesprächs oder eines anderen interaktiven Dialogs.

<sup>990</sup> Mittels Brief, Email, Zeitung, Magazin, Webseite, Fernsehen oder Radio.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

angesehen werden.<sup>991</sup> Als maßgebliches Abgrenzungsmerkmal zwischen den beiden Formen gilt, dass eine nicht in Echtzeit ablaufende Werbemaßnahme im Regelfall in identischer Form mehr als einer Person übermittelt wird.<sup>992</sup>

Gemäß COB 3.6.1 R (1) muss der Finanzdienstleister vor der Verbreitung einer *non-real time*-Werbemaßnahme durch interne oder externe Kontrollen dafür Sorge tragen, dass diese nicht gegen die dafür geltenden COB-Regeln bezüglich Form und Inhalt verstoßen. Neben der allgemeinen Verpflichtung in COB 3.8.4 R, dass *non-real time* Werbemaßnahmen klar, fair und nicht irreführend sein dürfen, bestehen besondere detaillierte Vorschriften insbesondere für vergleichende Werbung und Angaben zur Wertentwicklung in der Vergangenheit (*past performance*).<sup>993</sup> Für *real time*-Werbemaßnahmen gilt neben dem allgemeinen Verbot der Irreführung, dass die die Aktion durchführende Person zu Beginn feststellen muss, ob eine Fortführung durch den potentiellen Kunden gewünscht wird und dass jedenfalls die Kommunikation nicht “zu unsozialer Stunde“ initiiert werden darf.<sup>994</sup> Auf potentielle Kunden gerichtete *unsolicited real time financial promotions*, also auf solche Kunden, mit denen noch keine Geschäftsbeziehung besteht, sind generell verboten.<sup>995</sup> Damit geht die britische Regulierung im Bereich der *unsolicited calls* einen erheblich restriktiveren Weg als die amerikanische.

#### b) AUFKLÄRUNG

Eine *non-real time* Werbemaßnahme muss den Charakter der Anlage oder der Dienstleistung, das erforderliche Engagement (*commitment*) hinsichtlich zeitlicher Dauer oder finanzieller Aufwendungen und die damit verbundenen Risiken aufzeigen sowie überdies besondere wirtschaftliche Verbindungen zwischen dem Intermediär und dem Produzenten des *investment* aufdecken.<sup>996</sup>

Über *soft commission agreements*, bei denen eine andere als die den Auftrag entgegennehmende *firm* gegen Vergütung in Form bestimmter Gegenleistungen den Auftrag ausführt, hat die *firm* den Kunden im Vorhinein (*prior disclosure*) und in periodisch wiederkehrenden Abständen (*periodic disclosure*) aufzuklären.<sup>997</sup>

Ähnlich dem amerikanischen Recht sind in bestimmten besonderen Fällen Risikoaufklärungspflichten einzuhalten. Im Rahmen von den durch COB abgedeckten Geschäften gilt dies gegenüber Privatkunden bei persönlichen Empfehlungen, bei Tätigwerden als Vermögensverwalter (*investment manager*), bei der Abwicklung von Derivatgeschäften und im Zusammenhang mit Wertpapierleihe.<sup>998</sup>

---

<sup>991</sup> COB 3.10.1 R (2).

<sup>992</sup> COB 3.5.5 R (3)(a).

<sup>993</sup> COB 3.8.4 R (2) und 3.8.11 R sowie 3.8.13 R, wobei insbesondere darauf hingewiesen werden muss, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit keinen zwingenden Rückschluss auf die zukünftige Entwicklung zulässt. Für Anteile in Investmentfonds und Kapitallebensversicherungen (*packaged products*) gelten überdies detaillierte Bestimmungen hinsichtlich Projektionen über zukünftige Wertentwicklungen – COB 6.6.

<sup>994</sup> “Unsocial hour“: sonntags und zwischen 21 und 9 Uhr – COB 3.8.22 R.

<sup>995</sup> COB 3.10.3 R – nur bei risikoarmen Geschäften wie *packaged products*.

<sup>996</sup> COB 3.8.9 R und 3.8.10 R; letzteres gilt allerdings nicht für *packaged products*.

<sup>997</sup> COB 2.2.16 R. *Soft commission agreements* sind in Großbritannien anders als in den USA auch materiell ausführlich geregelt und nur unter ganz bestimmten Voraussetzungen erlaubt, insbesondere, wenn der ausführende *broker* sich zur bestmöglichen Ausführung verpflichtet hat, so COB 2.2.8 R (2). BLIESENER, S. 203, weist darauf hin, dass solche Vereinbarungen, die in den USA *soft dollar agreements* genannt werden, dort nicht die gleiche regulatorische Aufmerksamkeit erfahren wie in Großbritannien.

<sup>998</sup> COB 5.4.3 R (1)-(4).



Auch bestimmte Informationen über die dienstleistende *firm* müssen aufgedeckt werden, namentlich die Identität und die Geschäftsadresse des Unternehmens und u.U. jedes relevanten Vermittlers sowie die Verbindungen zwischen Vermittler und Unternehmen.<sup>999</sup>

Eine *firm* muss nach COB 5.7.3 R bei Geschäften mit *private customers* schriftlich über die Höhe der Kommission aufklären; spezifische Regeln gelten nach COB 5.7.5 R für Geschäfte mit *packaged products*.

Mit COB 6 regelt eines der umfangreichsten COB-Kapitel die Pflichten hinsichtlich der Produktaufklärung (*product disclosure*). Besonders ausführliche Produktaufklärungspflichten gelten auch hierbei für *packaged products*.<sup>1000</sup> So gibt es beispielsweise eine Verpflichtung, dem Privatkunden bestimmte genau definierte Schlüsselinformationen (*key features*) mitzuteilen.<sup>1001</sup> Hervorzuheben ist, dass hier im Rahmen von COB auch Regeln für *general insurance contracts* aufgestellt werden. Dabei wird zwar ausdrücklich auf die GISC-Regeln verwiesen.<sup>1002</sup> GISC-Mitglieder müssen nach para. 3.4 subpara. 4 GISC Private Customer Code die ihnen von Versicherungsunternehmen gezahlte Provision auf Verlangen des Kunden offenbaren, wenn sie für den Kunden aus mehreren Anbietern ein Versicherungsprodukt auswählen. Ein GISC-Mitglied hingegen, das als *tied intermediary* lediglich Produkte eines einzigen Versicherungsunternehmens anbietet, handelt im Namen des Versicherungsunternehmens und ist daher zur Aufdeckung der Provision nicht verpflichtet.<sup>1003</sup>

Aber auch in COB 6.8 selbst finden sich in Ausnahme zur grundsätzlich getrennten Verortung von Verhaltenspflichten für *long-term* und *general insurance* spezifische Aufklärungspflichten für Geschäfte im Bereich *general insurance*.

### c) ERKUNDIGUNG UND BERATUNG

#### (i) Erkundigung

Die grundlegenden Bestimmungen zu den Erkundigungspflichten im britischen Finanzdienstleistungsgeschäft finden sich in COB 5.2, den „*know your customer*“-Regeln. Dabei gilt es vorweg festzuhalten, dass diese Verpflichtungen nur dann eingreifen, wenn eine *firm* eine persönliche Empfehlung (*personal recommendation*) ausspricht oder als Vermögensverwalter (*investment manager*) tätig wird.<sup>1004</sup> Weitere erklärende Richtlinien dazu geben COB 5.2.2 G und 5.2.3 G: Demzufolge sind bei *execution-only*-Geschäften keine persönlichen oder finanziellen Informationen von einem Privatkunden einzuholen, während auf der anderen Seite schon eine Transaktion mit lediglich eingeschränkter Beratung (*limited advice*) nicht als *execution-only* eingestuft werden sollte.

Auch der GISC Private Customer Code verpflichtet die GISC-Mitglieder dazu, relevante Kundeninformationen einzuholen, um so die Kundenbedürfnisse bestimmen zu können.<sup>1005</sup>

Ohne weiter die tatsächlich einzuholenden Erkundigungen zu spezifizieren, gilt demnach gemäß 3.2. subpara. 2-4 GISC Private Customer Code, dass nur Produkte und Dienstleistungen angeboten werden dürfen, die den spezifischen Kundenbedürfnissen entsprechen; sofern nicht alle Bedürfnisse eines Kunden abgedeckt werden können, müssen

---

<sup>999</sup> COB 5.5.3 R.

<sup>1000</sup> Eine ausführliche Begründung dafür liefert COB 6.1.3G.

<sup>1001</sup> COB 6.1.4 R und 6.1.5 R, zum genauen Inhalt der *key features* COB 6.5.

<sup>1002</sup> COB 6.8.2 G (1).

<sup>1003</sup> Umkehrschluss aus para. 3.4 subpara. 4 GISC Private Customer Code.

<sup>1004</sup> COB 5.2.1 R (1) und (2).

<sup>1005</sup> Siehe para. 3.2 subpara. 1 GISC Private Customer Code; allerdings nur soweit diese Informationseinholung „*practical*“, also praktisch machbar ist.

die Unterschiede zwischen den Bedürfnissen und den angebotenen Produkte so erklärt werden, dass eine informierte Entscheidung hinsichtlich der Versicherungsverträge möglich ist.

#### (ii) Suitability

Das Konzept der *suitability* beschreibt die kombinierten Pflichten des Finanzdienstleisters, im besten Interesse seines Kunden zu handeln und dabei die erforderliche Sorgfalt walten zu lassen.<sup>1006</sup> Hervorzuheben ist, dass die *suitability*-Regeln weiterhin nur im Rahmen von Geschäften mit *private customers* gelten, obwohl bei der Entwicklung des FSA Handbook anfänglich eine Ausweitung und Anwendung auch auf Geschäfte mit *intermediate customers* im Raume stand.<sup>1007</sup> Die *suitability*-Verpflichtung gilt als eine Schlüsselkomponente des gesamten Kundenschutzsystems und muss so klar und stringent wie möglich ausgestaltet sein, um den Finanzdienstleistern präzise Verhaltensinstruktionen an die Hand zu geben.<sup>1008</sup> Jedwede Empfehlung, die ein Finanzdienstleister abgibt, muss den Bedürfnissen des Kunden entsprechen, muss also auf der persönlichen und finanziellen Position des Kunden und seiner Risikoeinstellung beruhen und darf nicht durch irgendeinen potentiellen Vorteil, den der Finanzdienstleister durch den Verkauf eines bestimmten Finanzprodukts generieren könnte, bestimmt werden. Die *suitability*-Verpflichtung gebietet demnach einen ganzen Pflichtenkatalog, der neben den einzelnen Pflichten zur Informationseinholung insbesondere den Sorgfaltsstandard umfasst, der bei der Erteilung von Empfehlungen einzuhalten ist.<sup>1009</sup> Das Ausmaß dieses Sorgfaltsstandards ist wie auch in den USA nicht allgemein bestimmbar, sondern variabel und abhängig vom Einzelfall. Der *standard of suitability* kann daher irgendwo zwischen den extremen Polen „*not unsuitable*“ und „*positively and indisputably the most suitable available*“ oszillieren.<sup>1010</sup>

Die Finanzdienstleister sind überdies verpflichtet, im Rahmen einer Empfehlung bestimmte Informationen zur Art des empfohlenen Anlageprodukts, damit zusammenhängende Risikofaktoren und der Auswirkungen auf den Kunden aufzuzeichnen und dem Kunden zu übermitteln, bevor die Transaktion ausgeführt wird. Ähnlich sind *tied agents* gehalten, Informationen zu den empfohlenen Produkten in der Form eines „*key features*“-Dokuments auszugeben.<sup>1011</sup>

Einer *suitability*-Verpflichtung können grundsätzlich unabhängige Vermittler und *tied agents* in gleicher Weise unterfallen, wenngleich unter dem alten SRO-Regime für Lebensversicherungsgesellschaften und mit ihnen verbundenen Vertretern ein weniger strenger *suitability*-Standard galt, der lediglich eine Verpflichtung vorsah, beste Anstrengungen (*best endeavours*) zu unternehmen, dem Kunden eine kundengerechte Anlage zu empfehlen.<sup>1012</sup>

Die britische Regelung geht in einem wichtigen Punkt über die amerikanische *suitability rule* hinaus. Um die Befolgung der Regel auch in der Vertriebspraxis zu gewährleisten, wurden zusätzliche Informationsverpflichtungen eingeführt.<sup>1013</sup> Demnach müssen Kunden mittels eines sogenannten „*reason why letter*“ oder „*suitability letter*“ darüber aufgeklärt werden, warum ein Kapitalanlageprodukt gegenüber einem anderen vorgezogen wurde.<sup>1014</sup> Darüber

<sup>1006</sup> SAH/CAMERON, J.B.L. 1997, S. 143, 152.

<sup>1007</sup> PERRY in PERRY, S. 255, 274.

<sup>1008</sup> SIB, Policy Statement, *Regulation of the Marketing of Investment Products and Services*, März 1991.

<sup>1009</sup> SAH/CAMERON, J.B.L. 1997, S. 143, 152.

<sup>1010</sup> BLAIR (CORE RULES), S. 94.

<sup>1011</sup> Dazu siehe schon oben unter § 11 II. 3. b).

<sup>1012</sup> LAUTRO Code, Rule 8, wobei es allerdings an einer genauen Ausfüllung des *best endeavours*-Pflichtenmaßstabs mangelte – dies kritisieren SAH/CAMERON, J.B.L. 1997, S. 143, 154.

<sup>1013</sup> SAH/CAMERON, J.B.L. 1997, S. 143, 156.

<sup>1014</sup> COB 5.3.14 R.

hinaus muss eine solche Information eine Zusammenfassung der wichtigsten Konsequenzen und mögliche Nachteile der Transaktion enthalten. Die Richtlinien (*guidance*) zur *suitability* füllen viele Seiten im COB, was die Wichtigkeit dieser Regel in der Zusammenschau der britischen Wohlverhaltensregeln belegt.<sup>1015</sup>

Da die Informationen noch vor der Transaktionsausführung kommuniziert werden müssen, sind die britischen Bestimmungen weitreichender als die amerikanische *confirmation rule*, die einer bloßen ex post-Dokumentation gleichkommt. Durch diese Vorgaben wird die Einhaltung der *suitability*-Verpflichtung gefördert, weil die Aufklärung über die Gründe der Empfehlung die Verknüpfung zwischen den Kundenbedürfnissen und der betreffenden Empfehlung offenbart.<sup>1016</sup> So wird es den Kunden ermöglicht, die Grundlagen für die Empfehlungsentscheidung selbst nachzuvollziehen. Über Zustimmung oder Ablehnung der Empfehlung nimmt der Kunde somit die letztendliche Entscheidungsgewalt wieder in die eigene Hand.<sup>1017</sup> Der gleichen Funktion dienen auch aufklärende Risikowarnpflichten vor oder während der Beratung.<sup>1018</sup> Eine verpflichtende Risikowarnung an dieser Stelle des Vertriebsprozesses überträgt die Verantwortung für die Kapitalanlageauswahl wieder auf den Kunden, weil nicht der Finanzdienstleister, sondern der Kunde die letzte Verantwortung für die Entwicklung einer Anlage übernehmen muss.

#### d) BESONDERE REGELN FÜR PACKAGED PRODUCTS

Die Vertriebsregeln für *packaged products* (im Wesentlichen Lebensversicherungen und Kapitalanlagefonds) weisen drei erwähnenswerte Besonderheiten auf: Zum einen gilt für *packaged products* die – allerdings umstrittene – *polarisation rule*, zum anderen müssen unabhängige Finanzdienstleister beim Vertrieb solcher Produkte eine erweiterte *suitability rule* – die sogenannte *best advice*-Verpflichtung – erfüllen. Außerdem gelten für *packaged products* besondere *cooling off*-Rechte.

##### (i) Polarisation

Das ursprüngliche *polarisation*-Konzept verlangt, dass ein Finanzdienstleister privaten Kunden entweder als Mitglied einer *marketing group* oder unabhängiger Vermittler (*independent intermediary*) gegenüberreten muss.<sup>1019</sup> Eine *marketing group* ist eine Gruppe von Personen, die – formell oder informell – zusammengeschlossen sind, um *packaged products* der Gruppe zu vertreiben. Demnach muss zumindest ein Mitglied der Gruppe ein Produzent (*product provider*) – Lebensversicherungs- oder Kapitalanlagegesellschaft – sein. Der *multi-tied agent* war somit verboten.<sup>1020</sup> Ein Mitglied einer *marketing group* darf keine anderen als die *packaged products* der Gruppe vertreiben, während unabhängige Vermittler in keiner Weise mit einem *product provider* verbunden sein dürfen.

*Polarisation* wurde aufgrund der zweifelhaften Rolle vieler Vermittler eingeführt, die den Eindruck von Unabhängigkeit vermittelten, in Wirklichkeit aber besondere Arrangements mit bestimmten „Produzenten“ eingegangen waren und diesen den größten Teil ihres Geschäfts zuspielten.<sup>1021</sup> Unabhängig von der – nicht notwendigerweise, aber häufig gegebenen – Irreführung des Verbrauchers wurde die sich daraus ergebende Situation auch als gesamtwirtschaftlich ineffizient angesehen: Es wurde angenommen, dass sich Produzenten

<sup>1015</sup> COB 5.3.29 G zu *suitability* im allgemeinen und COB 5.3.30 G zum Inhalt der *suitability letters*.

<sup>1016</sup> SAH/CAMERON, J.B.L. 1997, S. 143, 156.

<sup>1017</sup> SAH/CAMERON, *ibid*.

<sup>1018</sup> Siehe dazu schon § 11 II. 3. b) ; vgl. auch FIMBRA, Rule 29.5.3; LAUTRO Rule 8.7 und 8.8.

<sup>1019</sup> SIB Rule 5-19(1).

<sup>1020</sup> WHITE, S. 243, beschreibt die *polarisation* als einen *all or nothing test*.

<sup>1021</sup> Dazu mit Beispielen PAGE/FERGUSON, S. 290f.

aufgrund der Abhängigkeit vom Vermittlermarkt langfristig nicht erlauben könnten, auf finanzielle Anreize für unabhängige Vermittler zu verzichten, wodurch die „Unabhängigkeit“ unabhängiger Vermittler zur illusorischen Chimäre würde.<sup>1022</sup> Genauso schädlich waren Entwicklungen am anderen Ende des Vermittlerspektrums: Abhängige Vertreter (*tied agents*), die grundsätzlich zwar verpflichtet waren, Produkte ihrer Gesellschaft zu vertreiben, im Rahmen der mit diesen geschlossenen Verträge aber frei waren, auch anderen Versicherungsgesellschaften Kunden zuzuführen, hinterliessen beim Kunden häufig – gewollt oder ungewollt – den Eindruck, sie erbrächten eine unabhängige Beratungsleistung. Das SIB hielt die *polarisation*-Regel für essentiell, um beim Kunden die notwendige Klarheit über den Status des Vertriebsvermittlers zu schaffen und daraus entstehende kundenschädliche Interessenkonflikte weitestgehend zu minimieren: Aufgrund der beträchtlichen Verwirrung über Rolle und Bezeichnung im Finanzdienstleistungsmarkt, den besonderen Schwierigkeiten des Kunden, in Anbetracht der Komplexität und Vielfalt der Produkte eine eigene Entscheidung zu treffen und den potentiell gravierenden Auswirkungen für den Kunden im Fall des Erwerbs eines „*unsuitable product*“ sollte der Kunde keinem Zweifel darüber unterliegen, ob ihm eine unabhängige Beratung zuteil wird oder nicht.<sup>1023</sup> Demzufolge sind die in Kontinentaleuropa verbreiteten Mehrfachagenten in Großbritannien seit Einführung des FSAAct 1986 verboten.<sup>1024</sup> Die *polarisation* sollte dem Kunden eindeutige Maßstäbe zu geben, ob ihm ein abhängiger oder unabhängiger Vermittler gegenübersteht. Im Laufe der Jahre ist die *polarisation* immer wieder heftiger Kritik unterzogen worden, weil die *polarisation rule* zutiefst wettbewerbshemmende Wirkungen habe.

Diese Kritik hat die FSA dazu veranlasst, ein Konsultationsverfahren durchzuführen, in dem die Vor- und Nachteile der *polarisation* untersucht wurden. Als Ergebnis der ersten Konsultationsrunde<sup>1025</sup> hat die FSA festgestellt, dass *polarisation* zur weiteren Entwicklung unabhängiger Vermittler (*independent financial advisers* – IFAs) beigetragen haben mag. Gleichzeitig kann aber kein Zweifel daran bestehen, dass die negativen Auswirkungen der Regelung die Vorteile bei weitem überwiegen.<sup>1026</sup> Dementsprechend wurde mit der Umsetzung der Versicherungsvermittlungsrichtlinie das gesamte *polarisation*-Konzept abgeschafft und Mehrfachagenten unter bestimmten Voraussetzungen erlaubt.

Ein weiterer Vorschlag sieht vor, Beschränkungen auf Anlagen von Finanzproduktemittenten (*product providers*) bei IFAs, die bisher die *better than best*-Verpflichtungen ausgelöst haben, abzuschaffen.<sup>1027</sup> Mit der *polarisation* verbunden sind auch die Bestimmungen hinsichtlich der Zulässigkeit von Anreizen (*inducements*), die originäre Finanzdienstleister unabhängigen Vermittlern im Zusammenhang mit dem Vertrieb von *packaged products* gewähren. COB 2.2.5 E spricht ein ausdrückliches Verbot für bestimmte direkte Vergünstigungen aus<sup>1028</sup>, während die Anleitung (*guidance*) in COB 2.2.6 G und 2.2.7 G minutiös aufführt, inwieweit indirekte Leistungen (*indirect benefits*) seitens des originären Finanzdienstleisters an einen unabhängigen Vermittler zulässig sind.<sup>1029</sup> Diese Einschränkung der Nutzung von Anreizen

---

<sup>1022</sup> PAGE/FERGUSON, *ibid.*

<sup>1023</sup> Veröffentlichter Brief KENNETH BERRILLS, des damaligen Vorsitzenden des SIB, an das Committee of London and Scottish Clearing Banks, 24. November 1986, zit. aus PAGE/FERGUSON, S. 291.

<sup>1024</sup> Dabei ist nochmals hervorzuheben, dass dieses Verbot nur für Vermittler im Lebensversicherungsgeschäft und nicht für solche im *general insurance business* gilt – KRAUSS in HÜBNER (BERUFSREGELUNG), S. 97, 106.

<sup>1025</sup> FSA Consultation Paper (CP) 121, Januar 2002.

<sup>1026</sup> FSA CP 121, S. 5.

<sup>1027</sup> Dazu siehe gleich § 11 II. 3. d) (ii) .

<sup>1028</sup> Wie z.B. das Verbot von Vereinbarungen, eine höhere Provision zu zahlen als gegenüber dem Kunden offenbart wird – COB 2.2.5 E (1)(b). Verboten ist nach COB 2.2.5 E (1)(a) auch, für mehrere Transaktionen eine höhere Gesamtprovision zu zahlen als für eine einzige Geschäft (*volume overrides*).

<sup>1029</sup> Erlaubt sind insbesondere gemeinsame – und vom „Produzenten“ finanzierte – Marketingaktionen zur Förderung des Produktabsatzes oder Fortbildungsmaßnahmen.

(*inducements*) soll verhindern, dass die unabhängigen Vermittler aufgrund dieser Anreize gegenüber ihren Kunden in Interessenkonflikte geraten und womöglich die Produkte dieser Gesellschaft ohne Ansicht des Kundenbedürfnisses zu bevorzugen.

Nach den derzeitigen Bestimmungen im COB Handbook ist *polarisation* nur noch dann verpflichtend, wenn tatsächlich eine persönliche Empfehlung abgegeben wird.<sup>1030</sup> Handelt es sich dagegen um ein *execution-only*-Geschäft, ist der Schutz des privaten Kunden gegen die Bindung des Vermittlers an einen bestimmten „Produzenten“ nicht notwendig.

#### (ii) Best advice

Mit der Polarisation verknüpft ist das Prinzip des *best advice*, das für Lebensversicherungen (*life assurance*), Investmentfondsanteilen (*units in a collective investment scheme*) und andere *packaged products* gleichermaßen gilt. Das *best advice*-Prinzip weitet die *suitability requirements* im Rahmen des Vertriebs von *packaged products* weiter aus.<sup>1031</sup> Dabei ist wiederum zu unterscheiden zwischen unabhängigen und abhängigen Vermittlern. Diese sind zwar denselben Erkundungspflichten unterworfen, desgleichen müssen beide darauf achten, dass jede ihrer Empfehlungen kundengerecht ist. Die *suitability*-Verpflichtungen hingegen sind unterschiedlich, da die Angebotspalette divergiert: Ein abhängiger Vermittler ist verpflichtet, ein Produkt nur dann zu empfehlen, wenn er der Überzeugung ist, dass kein anderes Produkt des mit ihm verbundenen Unternehmens die Anlageinteressen des Kunden besser erfüllt.<sup>1032</sup> Ein unabhängiger Makler hingegen ist nach der *best advice*-Verpflichtung gehalten, ein bestimmtes *packaged product* nur zu empfehlen, wenn es den Kundenbedürfnissen mindestens so gut entspricht wie irgendein anderes Produkt, das auf dem Markt erhältlich ist.<sup>1033</sup> Für Konzerne, die wie Banken im Investmentfondsgeschäft sowohl als Produzent (*product provider*) als auch als unabhängige Vermittler auftreten, galt darüber hinaus eine „*better than best*“-Verpflichtung, wonach die Empfehlung eines hauseigenen Produkts nur dann zulässig war, wenn dieses die Kundenbedürfnisse besser (und nicht nur ebenso gut) abdeckte als jedes andere auf dem Markt erhältliche Produkt.<sup>1034</sup> Diese „*better than best*“-Verpflichtung findet sich im heutigen FSA Handbook in COB 5.3.9 R (2).

#### (iii) Rücktrittsrechte

Das britische Recht gibt den Kunden bei Geschäften mit *packaged products* umfangreiche *cooling off*-Rechte, die schon 1978 erstmals eingeführt wurden. Die ursprüngliche Zehntagesfrist für die Ausübung des Rücktritts wurde vom SIB auf vierzehn Tage erweitert<sup>1035</sup> und kann nach den detaillierten Vorgaben von COB 6.7 derzeit bis zu 30 Tage betragen.

Auch para. 3.9 GISC Private Customer Code sieht eine *cooling-off period* von wenigstens 14 Tagen Dauer vor, sofern ein Verbraucher eine Information, die laut Code hätte gegeben werden müssen, nicht erhalten hat – selbstverständlich mit der Einschränkung, dass noch kein Versicherungsfall geltend gemacht sein darf.

#### e) REFORMBESTREBUNGEN

---

<sup>1030</sup> So ausdrücklich COB 5.1.2 G.

<sup>1031</sup> Zur Übertragbarkeit des britischen *best advice*-Prinzips auf das deutsche Versicherungsmaklerrecht siehe WERBER, VersR 1992, S. 917ff.

<sup>1032</sup> Für die Rechtslage vor Inkrafttreten des FSA Handbook: PAGE/FERGUSON, S. 291; BERRILL in DUFOUR/HIRSCH, S. 27, 33; in den COB Rules des FSA Handbook ist diese Regel in COB 5.3.6 R übernommen worden.

<sup>1033</sup> So ausdrücklich COB 5.3.9 R (1).

<sup>1034</sup> Zur Kritik an dieser Regel siehe PAGE/FERGUSON, S. 291f.

<sup>1035</sup> PAGE/FERGUSON, S. 294.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

Die gerade etablierte Struktur der FSA mag auch in naher Zukunft wieder Veränderungen unterworfen werden, die über das übliche Maß der stetigen Anpassung an Marktentwicklungen hinausgeht. Eine von der Regierung im Juni 2001 in Auftrag gegebene Studie beschäftigte sich mit den Wettbewerbskräften und –anreizen auf dem britischen Privatkundenmarkt für Finanzdienstleistungen. Der Abschlussbericht der Studie, der nach dem Leiter der Studie unter dem Namen SANDLER-REPORT firmiert, stellte eine ganze Reihe von Marktimperfectionen in verschiedenen Finanzmarktbereichen in Großbritannien fest. Beklagt werden ineffiziente Investitionsentscheidungsprozesse, weiterhin unzureichend durch Information entschärfte Komplexität und Intransparenz der angebotenen Produkte, vielfach nicht effizient funktionieren.

Im Rahmen des mit der Polarisierung beschäftigten Konsultationspapiers machte die FSA auch zwei weitere allgemeine Diskussionsvorschläge zur Verbesserung der Markteffizienz der Finanzberatung. Zum einen schlägt sie die Einführung eines zweistufigen Systems von unterschiedlich qualifizierten Finanzdienstleistern vor, bei der die weniger qualifizierten Finanzdienstleister Beratungsleistungen nur bei einer bestimmten Reihe von risikoarmen Finanzprodukten erbringen dürfen. Zum anderen sollen mittelfristig die Kosten, die für Beratung, Empfehlungsleistung und/oder Marketing anfallen, von den Produktkosten getrennt werden (*unbundling*).<sup>1036</sup>

Es würde an dieser Stelle zu weit führen, alle weitergehenden Reformvorschläge zu skizzieren. Festzuhalten ist jedenfalls das klare Bekenntnis der FSA, dass die Kommunikationspflichten auch in Zukunft stetigen, den Veränderungen des Marktes folgenden Anpassungsprozessen unterworfen sein sollen.

#### 4. TRANSAKTIONSBEZOGENE ORGANISATIONSPFLICHTEN

##### a) *BEST EXECUTION*

Auch im britischen Finanzdienstleistungsrecht findet sich in COB 7.5.3 R eine ausdrückliche *best execution*-Verpflichtung, die allerdings nach COB 7.5.4 R bei Geschäften mit den wichtigsten *packaged products* (Lebensversicherungen und Investmentfondsanteilen) nicht gilt. COB 7.5.5 füllt den Begriff "*best execution*" aus und verpflichtet die Unternehmen dazu, den bestmöglichen am Markt erhältlichen Preis zu eruieren und den Kundenauftrag zu diesem Preis durchzuführen. Zu den *best execution*-Verpflichtungen im weiteren Sinne gehört auch die Pflicht zur *timely execution*, d.h. die Verpflichtung, den Auftrag so rasch als nach vernünftigen Maßstäben möglich auszuführen.<sup>1037</sup>

##### b) *DOKUMENTATIONSPFLICHTEN*

Nachdem der FSAct Dokumentationspflichten lediglich in Sec. 48(2)(k) erwähnte und eine detaillierte Regelung der Dokumentationspflichten nur durch die SRO Rulebooks auf der untersten Ebene der *three tier structure* erfolgte, regelt das COB Handbook Dokumentationspflichten nunmehr umfassend und ausführlich an verschiedenen Stellen.

Eine *firm* muss die Einstufung jedes Klienten dokumentieren und die entsprechenden Unterlagen mindestens drei Jahre nach Beendigung der Geschäftsbeziehung aufbewahren.<sup>1038</sup> Diese Dokumentationspflicht beinhaltet insbesondere die Aufzeichnung der die Einstufung

---

<sup>1036</sup> FSA CP 124, S. 7.

<sup>1037</sup> COB 7.6.4 R.

<sup>1038</sup> COB 4.1.16 R (1) und (2)(c); diese Frist erhöht sich bei Lebensversicherungen auf sechs Jahre – (2)(b).

tragenden Kundeninformationen. Für jede *non-real time* Marketingmaßnahme gelten die gleichen Aufbewahrungsfristen.<sup>1039</sup>

Neben allerlei weiteren verstreuten Dokumentationspflichten beschäftigt sich das gesamte COB-Kapitel 8 mit der Berichterstattung gegenüber den Kunden. Demnach muss über jedwede Transaktion dem Kunden eine schriftliche Bestätigung, die die grundlegenden Details der Transaktion enthält, zugehen.<sup>1040</sup> Eine Kopie dieser Bestätigung (*confirmation information*) muss von dem Unternehmen gemäß COB 8.1.14 R drei Jahre lang aufbewahrt werden.

Die aufgrund der *know your customer*-Verpflichtung erhaltenen Informationen zur persönlichen und finanziellen Situation eines Kunden müssen nach COB 5.2.9 R (3) grundsätzlich ebenfalls drei Jahre aufbewahrt werden; für Lebensversicherungen gilt eine Aufbewahrungspflicht von sechs Jahren.

### III. DURCHSETZUNG DER WOHLVERHALTENSREGELN

#### 1. AUFSICHTSRECHTLICH

##### a) SANKTIONEN DER FSA

Neben den Rechtsetzungsbefugnissen verfügt die FSA über ganz besonders umfassende Ermittlungs- und Eingriffsbefugnisse (*“massive“* bzw. *“immense powers“*)<sup>1041</sup>, wurde doch die gesamte segmentspezifisch bereits bestehende Palette an Vollmachten auf die FSA übertragen.<sup>1042</sup> Diese Rechte müssen gerade wegen der potentiellen Reichweite der Befugnisse in einer transparenten, angemessenen und konsistenten Weise ausgeübt werden.<sup>1043</sup> Die Maßstäbe für das Verhalten der FSA im Bereich der Durchsetzung der Pflichten des FSA Handbook sind daher neben den allgemeinen Ermächtigungen im FSMA 2000 selbst im FSA Enforcement Manual (ENF) sowie des weiteren im Decision-Making Manual (DEC) minutiös festgelegt.

Die FSA hat demnach zunächst umfangreiche Nachforschungs- und Ausforschungsbefugnisse, die sich direkt aus Sec. 165, 167f. FSMA ergeben. Neben der allgemeinen Befugnis aus Sec. 165 FSMA, von den beaufsichtigten Unternehmen Informationen und Dokumente zu erhalten, ermächtigen Sec. 167 bzw. Sec. 168 FSMA die FSA, Personen zu benennen, die allgemeine bzw. besondere Untersuchungen anstellen. ENF 2.5.5 G nennt eine nicht erschöpfende Zahl an Beispielen, die den Beginn einer Untersuchung auslösen können. Viele dieser Beispiele, wie ein möglicherweise gegen die Interessen der Kunden gerichtetes Verhalten oder ein Verstoß gegen die gesetzlichen Vorschriften, wären bei einem Verstoß gegen die COB-Verhaltensregeln ohne Weiteres gegeben. Der Unterschied zwischen allgemeinen und besonderen Untersuchungen (Sec. 167 bzw. Sec. 168) besteht dabei lediglich darin, dass bei einer allgemeinen Untersuchung keine spezifischen Verstöße

---

<sup>1039</sup> COB 3.7.1 R (2).

<sup>1040</sup> COB 8.1.3 R; darüber hinaus sind Vermögensverwalter (*investment managers*) in Großbritannien gehalten, ihren Kunden (d.h. *private* und *intermediate customers*) alle sechs Monate eine Auflistung mit genauen Informationen über das Kundenportfolio zu übersenden – *periodic statements*, COB 8.2.4 R.

<sup>1041</sup> TURING/CROMB, BJIBFL 2000, S. 443; RYDER, BLR 2000, S. 253.

<sup>1042</sup> Die Macht der FSA geht dabei sogar über die weitreichenden Befugnisse der amerikanischen SEC hinaus, weil in ihrer Hand gar verwaltungs- und strafrechtliche Verfolgungskompetenzen vereinigt sind, während die Strafverfolgung von Finanzmarktdelikten in den USA ausschließlich dem US Federal Department of Justice obliegt.

<sup>1043</sup> THORBURN in PERRY, S. 319.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

offenkundig sind.<sup>1044</sup> Die FSA muss die Ernennung eines Untersuchungsbeauftragten dem betroffenen Unternehmen schriftlich anzeigen.<sup>1045</sup> Desgleichen ist die Einstellung einer Untersuchung dem Unternehmen mitzuteilen.<sup>1046</sup> Vor der Einleitung von Durchsetzungsmaßnahmen übersendet die FSA dem untersuchten Unternehmen üblicherweise eine Nachricht mit den vorläufigen Untersuchungsergebnissen (*preliminary findings letter*); die *firm* hat dann normalerweise 28 Tage Zeit, zu diesen Ergebnissen Stellung zu nehmen.<sup>1047</sup>

In dringenden Fällen hat die FSA zwei Möglichkeiten, tätig zu werden: Sie kann entweder vor Gericht eine einstweilige Anordnung (*injunction*) erwirken<sup>1048</sup> oder in besonderen Fällen aufgrund eigener Befugnisse die Lizenz einer *firm* ändern.<sup>1049</sup>

Obwohl disziplinarische Maßnahmen nach Einschätzung der FSA selbst nicht die einzigen Möglichkeit sind,<sup>1050</sup> die Durchsetzung und Einhaltung der Regeln des FSA Handbook und damit auch der Conduct of Business Rules sicherzustellen, spielen sie doch die wichtigste Rolle: Der FSA steht dafür ein weites Feld an Maßnahmen zur Verfügung, das von bloßen informellen Warnungen (*private warning*)<sup>1051</sup> über Bußgelder bis hin zum Entzug der Zulassung reicht.<sup>1052</sup> Um eine ausreichende Unabhängigkeit der Disziplarentscheidungen zu gewährleisten, werden solche formelle disziplinarische Maßnahmen im Regelfall vom Regulatory Decisions Committee (RDC) erlassen, einem Gremium, das außerhalb der FSA Managementstrukturen angesiedelt ist und mit Finanzdienstleistungsexperten aus der Praxis besetzt ist. FSA-Disziplinarmaßnahmen beinhalten zunächst eine Warnung (*warning notice*), mittels derer dem betroffenen Unternehmen Gelegenheit gegeben wird, sich zu den Vorwürfen zu äußern; diese wird gefolgt von einer *decision notice*, in der dem Unternehmen die von der FSA (d.h. dem RDC) getroffene Entscheidung mitgeteilt wird.

Neben der grundsätzlich eingeräumten Möglichkeit, durch Mediation zu einer einvernehmlichen Lösung zu kommen,<sup>1053</sup> kann das Unternehmen gegen die Entscheidung durch Anrufung eines eigens eingerichteten Tribunal vorgehen.<sup>1054</sup> Auch die Rechte Dritter und der Zugang zu dem von der FSA in der Sache gesammelten Material sind detailliert geregelt.

#### b) SANKTIONEN DER GISC

In ähnlicher Form kann die GISC Verstöße gegen ihre Regeln disziplinarisch verfolgen. Sanktionen gegen GISC-Mitglieder kann ein GISC Disciplinary Tribunal verhängen, wenn Regelverstöße im Rahmen eines nach den Grundsätzen eines normalen Gerichtsprozesses strukturierten Verfahrens nachgewiesen werden. Sieht das Gericht einen Verstoß als erwiesen an, kann es über den betroffenen Finanzdienstleister eine Strafe (*penalty*) verhängen. Der Katalog der Strafmaßnahmen reicht von einer bloßen öffentlichen Rüge über Bußgelder bis

---

<sup>1044</sup> Ibid., S. 321.

<sup>1045</sup> Sec. 170(2) FSMA.

<sup>1046</sup> So ausdrücklich ENF 2.13.7 G.

<sup>1047</sup> Dazu THORBURN in PERRY, S. 319, 324.

<sup>1048</sup> Sec. 380f. FSMA.

<sup>1049</sup> ENF 3.5.11, 12 G.

<sup>1050</sup> ENF 11.2.1 G.

<sup>1051</sup> ENF 11.3.1 G.

<sup>1052</sup> ENF 11.2.2 G.

<sup>1053</sup> Dazu ausführlich THORBURN in PERRY, S. 319, 333.

<sup>1054</sup> Die Einrichtung des Tribunal folgt aus Sec. 132 FSMA; seine Verfahrensregeln werden vom Lord Chancellor's Department aufgestellt, siehe THORBURN in PERRY, S. 319, 336.



hin zu zeitweisem permanentem Ausschluss aus dem GISC.<sup>1055</sup> Die Höhe eines Bußgeldes soll von der Schwere des Verstoßes und den finanziellen Möglichkeiten des betroffenen Finanzdienstleisters abhängig gemacht werden.<sup>1056</sup> Als Strafe können auch verschiedene abgestufte Maßnahmen im Zusammenhang mit den Bedingungen der Mitgliedschaft eingesetzt werden.<sup>1057</sup> So kann das Gericht das Mitglied dazu verpflichten, Schritte zu unternehmen, um dem Regelverstoß abzuwehren bzw. ihn zu verhindern, es kann die Versicherungstypen, die das Mitglied vertreiben darf oder die Kundenarten, mit denen es im Geschäftsverkehr treten darf, beschränken. Auch die Verhängung von zusätzlichen finanziellen Auflagen ist vorgesehen. Letzte und gravierendste Sanktionen stellen zeitweiliger bzw. permanenter Ausschluss eines Unternehmens von der GISC-Mitgliedschaft dar, was aufgrund der nunmehr verankerten Zwangsmitgliedschaft einem Berufsverbot für die betroffene Person gleichkommt. Das Gericht hat außerdem die Möglichkeit, den Finanzdienstleister zu Schadenersatzzahlungen (*compensation*) bis zu einer Höhe von £ 100.000 zu verurteilen – dies gilt allerdings nur für Verstöße in der Beziehung zu privaten Kunden.<sup>1058</sup> Berufung (*appeal*) zum Disciplinary Appeals Court kann je nach Entscheidung des Disciplinary Court zugelassen werden.

## 2. PRIVATRECHTLICH

### a) *PRIVATE RIGHT OF ACTION*

Ebenso wie in den USA sieht das britische Finanzmarktrecht ein *private right of action* vor, das zunächst im FSAct in Sec. 62 und 62A geregelt war. Nachdem ursprünglich Sec. 62 FSAct allen *investors* unabhängig von ihrer Professionalität bei einem Verstoß gegen die Verhaltensregeln von SIB oder den SROs einen Schadenersatzanspruch gegeben hatte, wurde durch den Companies Act 1989 im Rahmen des „*new settlement*“ Sec. 62A FSAct eingefügt, durch den das Klagerecht auf *private investors* beschränkt wurde. Aus dem Klagerecht in Sec. 62 FSAct leiteten die SROs die Notwendigkeit einer besonders legalistischen Ausgestaltung der SRO-Regeln ab, weil nur klare Regeln das Klagerecht in vollem Umfang zur Geltung bringen könnten. Die Einschränkung der Klagebefugnis auf private Investoren durch Sec. 62A FSAct sollte somit nach offizieller Lesart der an den Regelwerken der SROs geübten Kritik entgegenwirken.<sup>1059</sup> Es ist allerdings verschiedentlich gemutmasst worden, dass die Einschränkung tatsächlich auf Druck der betroffenen Finanzdienstleister eingefügt wurde, um zu verhindern, dass Sec. 62 FSAct von großen institutionellen Investoren für eine Klageflut gebraucht werden würde.<sup>1060</sup> Trotzdem ist das Klagerecht als Durchsetzungsinstrument von Wohlverhaltensregeln in der tatsächlichen Wirkung stumpf geblieben. Anders als in den USA oder auch in Deutschland scheuen Privatanleger in Großbritannien nämlich den Gang vor Gericht, weil außerhalb der *small claims court*-Verfahren<sup>1061</sup> ein Gerichtsprozess mit erheblichen Kosten verbunden ist.<sup>1062</sup> So

---

<sup>1055</sup> Definition von „*penalty*“ im GISC Glossar.

<sup>1056</sup> Art. 31 GISC Enforcement Rules.

<sup>1057</sup> Art. 32.1-4 GISC Enforcement Rules.

<sup>1058</sup> Art. 30 GISC Enforcement Rules.

<sup>1059</sup> WHITE, S. 3; ausführlich dazu PRITCHARD, Co.Law. 1992, S. 171, 172, 210f.

<sup>1060</sup> PRITCHARD, Co.Law. 1992, S. 171, 210, 212, der aufgrund der Beschränkung auf private Anleger vermutet, dass die privatrechtliche Überprüfung des Verhaltens von Finanzdienstleistern entscheidend geschwächt sei; ein Beispiel für das befürchtete Vorgehen institutioneller Anleger nennt WHITE, *ibid.*

<sup>1061</sup> Die Streitwerte sind für solche Verfahren auf £ 5.000 in England oder Wales, £ 1.000 in Nordirland bzw. £ 750 in Schottland beschränkt – Quelle: FSA.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

kam es in der Rechtswirklichkeit nur zu wenigen Gerichtsverfahren, in denen ein Anspruch auf Sec. 62 FSAct gestützt wurde.<sup>1063</sup>

Dieses eingeschränkte Klagerecht des FSAct ist weitgehend unmodifiziert in Sec. 150 des neuen FSMA übertragen worden. Demnach kann ein Verstoß gegen eine von der FSA aufgestellte COB-Regel seitens eines durch die FSA zugelassenen und überwachten Finanzdienstleisters, durch den eine Privatperson einen Schaden erleidet, von dieser Privatperson unter Berücksichtigung der für gesetzliche Verpflichtungen geltenden Einschränkungen<sup>1064</sup> gerichtlich verfolgt werden.<sup>1065</sup> Der Begriff der Privatperson im Sinne von Sec. 150(1) FSMA ist entsprechend Sec. 150(5) FSMA durch das Parlament in Art. 3 der Rights of Action Regulation<sup>1066</sup> bestimmt worden. Demnach ist nicht nur jedes Individuum, sofern es den Schaden nicht im Rahmen einer durch den FSMA regulierten Aktivität erlitten hat, Privatperson im Sinne von Sec. 150(1) FSMA, sondern auch jede andere (juristische) Person, sofern der Schaden nicht im Rahmen einer Geschäftsaktivität entstanden ist.<sup>1067</sup> Trotz dieser vielfältigen Einschränkungen ist das Klagerecht hinsichtlich des sachlichen Anwendungsbereichs und der Durchsetzungsmöglichkeiten weitreichender als die diversen, eng beschränkten Klagerechte in den USA, die regelmäßig ein vorsätzliches Verhalten seitens des Finanzdienstleisters erfordern.<sup>1068</sup> Einen weiteren Schutz erfahren die Kunden durch COB 2.5.3 R, die jedwede Haftungseinschränkung oder –ausschluss für Ansprüche aus dem Regulierungssystem durch den Finanzdienstleister untersagt, und 2.5.4 R, die weitergehend für Privatkunden gar jede anderweitige Haftungseinschränkung oder –ausschluss verbieten, die nicht angemessen (*reasonable*) ist.

Im Gegensatz zu Verstößen gegen die detaillierten COB Rules der FSA gibt ein Verstoß gegen die FSA *Principles for Business* (PRIN) dem Kunden keine zivilrechtlichen Ansprüche, sondern kann nur durch Disziplinarmaßnahmen seitens der FSA geahndet werden.<sup>1069</sup> Ebenso können Verstöße gegen die GISC Codes von Kundenseite nicht eingeklagt werden.<sup>1070</sup>

Wie im amerikanischen Recht haben sowohl private wie auch professionelle Kunden von Finanzdienstleistern bei Verstößen gegen vertragliche oder eventuell bestehende treuhänderische Pflichten überdies die Möglichkeit, Schadensersatzansprüche aus Vertrag oder *common law* geltend machen.<sup>1071</sup>

---

<sup>1062</sup> PAGE/FERGUSON, S. 228; vgl. dazu die Aussage von FISHMAN, Co.Law. 1993, S. 163, 168, derzufolge die klagebefugten Privatanleger „*most non-litigious*“ seien, zit. aus BLIESENER, S. 88, Fn. 240.

<sup>1063</sup> Anwendung fand Sec. 62 FSAct lediglich in einigen wenigen Fällen wie beispielsweise in *Morgan Stanley International v Alfio Puglisi Cosentino* [1998] CLC 481 (QB Comm Ct, Longmore J); *Needler Financial Services v. Taber* [2001] EWHC Ch 5, wobei auch in diesen Fällen typische Verhaltenspflichtverletzungen gegenüber kleinen Privatkunden nicht Verfahrensgegenstand war; so war im ersten Fall der Geschädigte vielmehr ein äußerst wohlhabender italienischer Geschäftsmann, während im zweiten um die Verrechnung eines unerhofften Gewinns mit einer aufgrund fehlerhafter Beratung zu zahlenden Kompensation gestritten wurde.

<sup>1064</sup> Hier ist insbesondere die Verjährungsfrist von sechs Jahren nach Vertragsabschluss relevant – vgl. Sec. 9 Limitation Act 1980.

<sup>1065</sup> In besonders geregelten Fällen können auch andere als Privatpersonen einen Klageanspruch haben – Sec. 150(3) FSMA.

<sup>1066</sup> FSMA 2000 (Rights of Action) Regulations 2001 (RAR), SI 2001/2256.

<sup>1067</sup> Art. 3(1)(b) RAR; Regierungen, Kommunalbehörden oder internationale Organisationen sind davon ausgeschlossen.

<sup>1068</sup> A.A. ohne Begründung FLEISCHER, RIW 2001, S. 817, 824, der sich aber wohl eher auf den personellen Anwendungsbereich bezieht.

<sup>1069</sup> PRIN 3.4.4 R FSA Handbook, vgl. auch HAYNES, S. 1A/4.

<sup>1070</sup> Dies stellen Art. 10.2 Private Customer Code bzw. Art. 49 Commercial Code ausdrücklich klar.

<sup>1071</sup> Für die Rechtslage unter Sec. 62A FSAct vgl. WHITE, S. 4; anders PRITCHARD, Co.Law. 1992, S. 171, 212f. und MACNEIL, Co.Law. 1994, 173, 176, die aufgrund des Wortlauts der Sec. 62 FSAct davon ausgingen, dass die gesetzliche Beschränkung gleichzeitig auch die Klagemöglichkeiten für *non-private customers* nach *common law* ausschliesse; zum unstreitigen neuen Recht ohne direkten Bezug auf Verhaltensregeln FLEISCHER, RIW 2001, S. 817, 824.

b) *ALTERNATIVE STREITBEILEGUNG*

Die oben erwähnte Klageunwilligkeit der britischen Anleger und Versicherungsnehmer hat zu einer weitreichenden Verlagerung der privatrechtlichen Auseinandersetzung zwischen Finanzdienstleistern und Kunden wegen Verstößen gegen Verhaltenspflichten auf außergerichtliche Streitschlichtungsmechanismen geführt.<sup>1072</sup>

Der außerordentliche Erfolg von ADR-Verfahren ließ im Finanzdienstleistungsbereich im Laufe der achtziger und neunziger Jahre insgesamt neun verschiedene Ombudsmann-Systeme entstehen, die teilweise segmentbezogen, teilweise an einzelne SROs angelehnt waren. Dieses unsystematische Ad-hoc-Wachstum der Ombudsmann-Systeme führte allerdings zu Zuständigkeitsüberlappungen und entsprechender Verwirrung auf Seiten der Kunden.<sup>1073</sup> Der diesbezüglichen Kritik hat die Regierung Rechnung getragen, in dem sie durch Sec. 225-234 FSMA acht dieser *ombudsmen* unter dem Dach des Financial Ombudsman Service (FOS) vereinigte<sup>1074</sup>, einzig der Pensions Ombudsman blieb als unabhängige Institution bestehen.

Neben dem FOS, an den sich jeder Kunde statt eines zeitaufwendigen und kostenintensiven Gerichtsprozess wenden kann, gibt es auch private *arbitration*-Verfahren, die normalerweise schon bei Vertragsabschluss vereinbart werden. Während der FOS wie der *arbitrator* in den USA<sup>1075</sup> über den bloßen Buchstaben des Gesetzes hinausgehen und nach Gerechtigkeitsmaßstäben urteilen kann, ist dies dem *arbitrator* in Großbritannien verwehrt.<sup>1076</sup>

(i) Financial Ombudsman Service

Alle der FSA-Aufsicht unterliegenden Unternehmen fallen automatisch unter die *compulsory jurisdiction* des FOS.<sup>1077</sup> Beschwerden von privaten Kunden wegen Verstößen gegen Verhaltenspflichten werden daher üblicherweise durch den FOS bearbeitet. Beschwerdebefugt sind nur private Kunden und kleinere Unternehmen bis zu einer bestimmten Umsatzhöhe. Der FOS ist mit knapp 400.000 bearbeiteten Erkundigungen und über 40.000 Untersuchungen in 2001/2002 das größte Ombudsmann-System der Welt<sup>1078</sup> und in Großbritannien vor dem Gang zu Gericht inzwischen grundsätzlich die erste und meist auch finale Beschwerdestelle für Privatkunden, wenn eine gütliche Einigung mit dem Finanzdienstleister nicht zustande kommt. Wie in europäischen Ombudsmann-Systemen üblich, ist eine Entscheidung des FOS

---

<sup>1072</sup> WHITE, S. 3f.; ganz allgemein zu ADR und dem Verhältnis zu englischen Gerichten UNDERHILL, EBLR 2003, S. 259ff.

<sup>1073</sup> MORRIS/LITTLE in CARTWRIGHT, S. 41, 44f., 70f., die einige dieser *ombudsman*-Systeme ausführlich beschreiben; zum ersten dieser Systeme, dem Insurance Ombudsman, der schon im Jahre 1981 eingeführt wurde, siehe WILLETT/HIRD in CARTWRIGHT, S. 217, 231f.

<sup>1074</sup> Zum 01.12.2001 entstand der FOS durch den Zusammenschluss der folgenden Institutionen: Office of the Banking Ombudsman, Building Societies Ombudsman, Financial Services Authority Complaints Unit, Insurance Ombudsman, Investment Ombudsman, Personal Insurance Arbitration Service, Personal Investment Authority (PIA) Ombudsman und SFA Complaints Bureau.

<sup>1075</sup> Dazu siehe § 10 III. 2. b).

<sup>1076</sup> FSA GUIDE TO MAKING A COMPLAINT, S. 22f., <http://www.fsa.gov.uk/consumer/pdfs/complaint.pdf> (Juli 2002).

<sup>1077</sup> Sec. 226 FSMA i.V.m. DISP 2.6.1 R; der Wirkungskreis des FOS ist potentiell weiter, da sich auch nicht durch die FSA regulierte Unternehmen der *voluntary jurisdiction* des FOS unterwerfen können.

<sup>1078</sup> Quelle: FOS Annual Report 2001/2002; allerdings hatte nur eine kleine Menge von Untersuchungen Verstöße gegen Verhaltenspflichten im Rahmen von Wertpapiergeschäften zum Inhalt, während der weitaus größte Teil der Fälle sich mit Hypotheken (*mortgages*), privater Altersvorsorge (*personal pension plans*) und Erlebensfallversicherungen (*endowment policies*) beschäftigte.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

für die Finanzdienstleister bindend, für die Kunden jedoch nicht.<sup>1079</sup> Im Gegensatz zur Entscheidung des *arbitrators*, die die Parteien zu akzeptieren vertraglich verpflichtet sind, kann der private Kunde, der Verbraucher die Entscheidung des FOS im normalen gerichtlichen Verfahren einer weiteren Überprüfung unterziehen.<sup>1080</sup>

#### (ii) General insurance

Auch Streitigkeiten im Bereich *general insurance* können und werden bereits in großem Umfang vom FOS behandelt, sofern sich die involvierten Finanzdienstleister dort der *voluntary jurisdiction* unterworfen haben.<sup>1081</sup> Daneben gibt es aber auch ein vom GISC eingerichtetes *Dispute Resolution Scheme*, das bei Auseinandersetzungen von GISC-Mitgliedern mit Kunden angerufen werden kann.

---

<sup>1079</sup> Nach DISP 3.8.3 R (2) entscheidet der Beschwerdeführer durch Annahme oder Ablehnung der Entscheidung des FOS darüber, ob sie endgültig und bindend (*final and binding*) ist.

<sup>1080</sup> Umkehrschluss aus DISP 3.8.3 R (2) und (3), nach der eine Entscheidung des FOS vom Beschwerdeführer angenommen oder abgelehnt werden kann. Bei Annahme wird die Entscheidung endgültig und bindend sowohl für Beschwerdeführer als auch für den Finanzdienstleister.

<sup>1081</sup> Nach DISP 2.6.9 R (1) können sich auch Finanzdienstleister, die im *general insurance business* tätig sind, der *voluntary jurisdiction* unterwerfen.

## § 12 EUROPÄISCHE UNION

Im Folgenden werden die verschiedenen europarechtlichen Regelungen zu vertriebsbezogenen Verhaltensregeln im Finanzdienstleistungssektor betrachtet, um zu überprüfen, inwieweit im Lichte der theoretischen Erkenntnisse aus Teil 1 und der praktischen Erfahrungen in den USA und Großbritannien möglicherweise noch Rechtsetzungsbedarf auf europäischer Ebene besteht.

Dazu ist es zunächst erforderlich, die allgemeine Entwicklung des europäischen Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen und die zur Anwendung kommenden Harmonisierungsprinzipien zu skizzieren.<sup>1082</sup>

Sowohl im Wertpapierbereich als auch im Versicherungssektor hat die Europäische Union bereits separate Richtlinien mit allgemeinen Grundsätzen für den Umgang von Finanzdienstleistern mit ihren Kunden erlassen.<sup>1083</sup> Des Weiteren gibt es mehrere horizontale, d.h. sektorenübergreifende Gesetzgebungsmaßnahmen zur Lösung der durch die modernen Kommunikationstechnologien geschaffenen Probleme, die auch Verhaltenspflichten statuieren.<sup>1084</sup>

Im Wertpapierbereich verharrte die Vertriebsregulierung bis vor kurzem trotz vielfältiger Kritik bei der Statuierung allgemeiner Grundsätze. Jüngst ist allerdings eine Tendenz zu weitergehender Harmonisierung unverkennbar.<sup>1085</sup> Entsprechend der eingangs angedeuteten, um ca. 10 Jahre verschobenen Entwicklungsparallelität hat der Versicherungsbereich bezüglich der Einführung von vertriebsbezogenen Verhaltenspflichten gerade erst die ersten Schritte getan.

### I. DER EUROPÄISCHE BINNENMARKT FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGEN

Der europäische Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen fußt auf dem grundlegenden Ziel des Europäischen Gemeinschaftsvertrages, einen Gemeinsamen Markt zu schaffen (Art. 2 EGV). Ein Gemeinsamer Markt für Kapitalanlage- und Versicherungsprodukte ist also Teil des umfassenderen Vorhabens, „einen Raum ohne Binnengrenzen zu schaffen, in dem die Freizügigkeit von Waren, Personen, Dienstleistungen und Kapital“ gewährleistet ist (Art. 14 Abs. 2 EGV).

Die europäische Gesetzgebung im Bereich Finanzdienstleistungen lässt sich grob in drei Phasen einteilen:

#### 1. SEGRÉ-BERICHT

Die Voraussetzungen für die Funktionsfähigkeit eines einheitlichen europäischen Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen wurde zum ersten Mal schon 1966 im sog. Segré-Bericht der Europäischen Kommission untersucht.<sup>1086</sup> Dort und in einem daraufhin vorgelegten Papier der Kommission aus dem Jahre 1972 war zur Angleichung der Strukturen der Kapitalmärkte eine einheitliche Aufsicht über Banken und Wertpapiermärkte vorgesehen.<sup>1087</sup>

---

<sup>1082</sup> Siehe gleich § 12 I.

<sup>1083</sup> Dazu siehe § 12 II. 1. und § 12 II. 2.

<sup>1084</sup> Siehe § 12 II. 3.

<sup>1085</sup> Siehe unten § 12 II. 1. e).

<sup>1086</sup> Ausführlich zum Segré-Bericht KLENKE, S. 139ff.

<sup>1087</sup> SCHÄFER, AG 1993, S. 389.

#### 2. MINDESTHARMONISIERUNG, HEIMATLANDKONTROLLE UND GEGENSEITIGE ANERKENNUNG

In der zweiten Phase – nach dem Beitritt Großbritanniens 1973 – wurden diese sehr ambitionierten Pläne zunehmend verdrängt von einem Ansatz, der einen langsamen, schrittweisen Aufbau des Finanzdienstleistungsbinnenmarkts vorhersah. Geprägt ist dieses Vorgehen von drei allgemeinen Prinzipien der Rechtsharmonisierung in der Europäischen Union, der Mindestharmonisierung (*minimum harmonization*), der gegenseitigen Anerkennung (*mutual recognition*) und der Überwachung durch das Heimat- oder Sitzland (*home country control*).<sup>1088</sup> Die auf Grundlage der Kombination dieser Konzepte erlassenen Richtlinien stützen sich auf eine klare Trennung der Verantwortungs- und Regulierungskompetenzen von Ursprungs- und Aufnahme-/bzw. Empfängerstaat.<sup>1089</sup>

Durch die Gewährung einer einzigen Zulassungslizenz („*single passport*“), die über das ganze Gebiet der EU gültig ist, wird *prudential regulation* im Ursprungsland sichergestellt. Die Zulassung wird von den zuständigen Aufsichtsbehörden des Ursprungslandes erteilt und unterliegt bestimmten in der Richtlinie geregelten Minimalanforderungen.<sup>1090</sup> Mit dieser Zulassung ausgestattet kann der Finanzdienstleister durch Erbringung von grenzüberschreitenden Finanzdienstleistungen oder durch die Etablierung einer Zweigstelle Finanzdienstleistungen in anderen Mitgliedstaaten anbieten. Durch die Abschaffung der Verpflichtung, in jedem einzelnen Mitgliedstaat einer eigenen Zulassung zu bedürfen sind somit in allen drei Branchen der Finanzdienstleistungsindustrie durch die sektoralen Richtlinien grundlegende Handelshemmnisse beseitigt worden.<sup>1091</sup>

Das Prinzip der Mindestharmonisierung mittels Richtlinien, die auf Ebene der Mitgliedstaaten umgesetzt werden müssen und diesen einen gewissen Spielraum bei der Umsetzung einräumen, ist bei der Schaffung eines Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen indes an Grenzen gestoßen.<sup>1092</sup> Zum einen verzögert sich durch die notwendigen Umsetzungsmaßnahmen jeder Schritt um weitere Jahre, was in dem durch die steten technischen Innovationen bedingten steten Wandel im Finanzdienstleistungsbereich dazu führt, dass die Regulierungsmaßnahmen mit dem tatsächlichen Marktgeschehen nicht adäquat Schritt halten können. Überdies hat sich erwiesen, dass ohne eine weitergehende Harmonisierung ein wirklicher Binnenmarkt gerade für *retail*-Kunden nicht entstehen kann.<sup>1093</sup> Obwohl eindeutige gesetzliche Hemmnisse für grenzüberschreitende Tätigkeit von EU-Finanzdienstleistern seit der Umsetzung der verschiedenen Richtlinien im Finanzdienstleistungsbereich mit Einführung der Prinzipien der gegenseitigen Anerkennung und des „*single passport*“ nicht mehr bestehen, zeigen alle Indikatoren eine relativ geringe Öffnung des Marktes.<sup>1094</sup>

Eine umfassende Studie über die potentiellen Vorteile finanzieller Integration aus dem Jahre 2002 kommt zu folgenden, in ihrem Ausmaß überraschenden Ergebnissen<sup>1095</sup>:

---

<sup>1088</sup> MÖRNER in CARTWRIGHT, S. 23, 31; MOLONEY, S. 21f.

<sup>1089</sup> MÖRNER in CARTWRIGHT, S. 23, 31.

<sup>1090</sup> Ausführlich zum Prinzip der Mindestharmonisierung im europäischen Bankrecht siehe KÖNDGEN, SCHNEIDER bzw. TROBERG in EVERLING/ROTH, S. 111ff., S. 141ff. bzw. S. 147ff. Unter dem Aspekt des Verbraucherschutts betrachten die Mindestharmonisierung TASCHNER, REICH bzw. REMIEN in EVERLING/ROTH, S. 159ff., 175ff. bzw. S. 181ff.

<sup>1091</sup> MÖRNER in CARTWRIGHT, S. 23, 31; für eine detaillierte Betrachtung der einzelnen sektoralen Richtlinien (primär aus privatrechtlicher Perspektive, aber auch mit allgemeinen Ausführungen) vgl. GRUNDMANN (SCHULDVERTRAGSRECHT), S. 801ff. für den Versicherungssektor, S. 716ff. für Wertpapierdienstleistungen.

<sup>1092</sup> So auch WATSON, BJIBFL 2000, S. 13; vgl. dazu auch unten die Kritik an den Regeln der ISD.

<sup>1093</sup> Vgl. HEINEMANN/JOPP, S. 14f.

<sup>1094</sup> HEINEMANN/JOPP, S. 11.

<sup>1095</sup> HEINEMANN/JOPP, S. 12.

- Unter der Annahme einer mit den USA vergleichbaren Marktintegration könnten in der EU allein im Bereich der Investmentfonds Kosteneinsparungen in Höhe von 5 Milliarden Euro realisiert werden.
- Die Produktauswahl gerade für Verbraucher in kleineren Mitgliedstaaten, die momentan am meisten unter der unvollständigen Marktintegration zu leiden haben, würde sich um den Faktor 20 erhöhen.
- Verbraucher könnten ebenfalls von geringeren Zinsraten profitieren, weil Banken Hypothekenzinsen in einer kompetitiveren Umgebung bei fallenden Marktzinsen schneller anpassen müssten.
- Das potentielle zusätzliche Wirtschaftswachstum bei weitestgehender Marktintegration schätzt die Studie mit Hinweis auf die weltweiten Untersuchungen zum Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und Finanzmarktintegration auf jedenfalls über 0,5%, d.h. zur Zeit mindestens 43 Milliarden Euro pro Jahr.

Aus dieser Untersuchung folgt auch, dass neben steuerrechtlichen Diskriminierungen – die durchaus wie bei den im Rahmen der Förderung der privaten Altersvorsorge eingeführten deutschen Pensionsfonds jüngsten Datums sein können – die fehlende Einheitlichkeit der Verbraucherschutzbestimmungen das relevanteste Hindernis für die grenzüberschreitende Erbringung von Finanzdienstleistungen im Bereich Wertpapierhandel und Versicherung ist.<sup>1096</sup>

Eine andere Studie<sup>1097</sup> beziffert die langfristige Steigerung des EU-weiten BSP durch eine Harmonisierung der europäischen Finanzmärkte auf 1,1% bzw. 130 Mrd. Euro (bei einer Preisbasis aus dem Jahre 2002); Arbeitslosigkeit könnte damit um 0,5% gesenkt werden.

Das Bedürfnis nach weitergehender Harmonisierung in diesem Bereich wird auch von den betroffenen Personen, den Verbrauchern, empfunden: Nach Umfragen der Europäischen Kommission wünschen regelmäßig über 70% der Befragten in der Europäischen Union eine weitere Harmonisierung im Finanzdienstleistungsbereich, diese Zahl erhöht sich auf über 80% für Finanzdienstleistungen im Fernabsatzbereich.<sup>1098</sup> Überdies sind die Unionsbürger mit großer Mehrheit davon überzeugt, dass die nationale Gesetzgebung nicht in ausreichendem Maße die Transparenz von Finanzinformationen bzw. den Verbraucherschutz gewährleistet. Noch skeptischer sehen sie die Möglichkeiten der gerichtlichen Inanspruchnahme von Finanzdienstleistern.<sup>1099</sup> Es besteht offenkundig auf Seiten der Verbraucher eine große Verunsicherung im Umgang mit Finanzdienstleistern, die in den letzten fünf Jahren trotz der vielfältigen Anstrengungen auf europäischer Ebene nicht signifikant zurückgegangen ist.

Als weiterer grundlegender Mangel wird die sektorale Regulierung auf europäischer Ebene angesehen. Von einem einheitlichen Konzept für Finanzdienstleistungen im Sinne der integrativen britischen Regulierung kann bisher keine Rede sein. Vielmehr hat die Vielzahl der sektorenspezifischen Richtlinien die unterschiedliche Behandlung von Finanzdienstleistungen eher noch verstärkt und unterstützt.<sup>1100</sup>

### 3. JÜNGSTE REFORMEN

Die dritte Phase begann Ende der neunziger Jahre, als klar wurde, dass die bisher auf europäischer Ebene geschaffenen Strukturen und Regularien unzureichend waren: Weite Bereiche waren noch nicht harmonisiert, die bestehenden Systeme fehlerhaft, die Umsetzung der Richtlinien oft unzusammenhängend und/oder stark verzögert und die Kooperation der

---

<sup>1096</sup> HEINEMANN/JOPP, S. 13.

<sup>1097</sup> LONDON ECONOMICS, Executive Summary, S. 5f.

<sup>1098</sup> Vergleich Eurobarometer 47 (1997), 52 (1999), 54 (2000): „*Les Européens et les services financiers*“ [europa.eu.int/comm/consumers/policy/developments/fina\\_serv/fina\\_serv05\\_fr.pdf](http://europa.eu.int/comm/consumers/policy/developments/fina_serv/fina_serv05_fr.pdf).

<sup>1099</sup> ebenda.

<sup>1100</sup> ALCOCK, Co.Law. 1998, S. 258, 264.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

Aufsichtsbehörden war unterentwickelt.<sup>1101</sup> Eingedenk dieser Mängel hat die Europäische Kommission grundlegende Reformen des europäischen Finanzdienstleistungsrechts eingeläutet, um bis zum Jahre 2005 einen einheitlichen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen nicht nur auf dem Papier, sondern auch in der Praxis zu verwirklichen.

#### a) AKTIONSPLAN FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGEN

Die Kommission veröffentlichte 1999 eine Mitteilung „Umsetzung des Finanzmarkttrahmens: Aktionsplan“<sup>1102</sup>, in dem in einem Zeitraum bis 2005 ein Paket von über 40 legislativen Maßnahmen im Finanzdienstleistungssektor vorgesehen ist, um die weiterhin bestehende Fragmentierung der nationalen Finanzdienstleistungsmärkte zu überwinden. Der Aktionsplan – nach der englischen Abkürzung – auch FSAP genannt, hat als zweites grundlegendes Ziel den Schutz des Privatkunden in einem integrierten Finanzdienstleistungsbinnenmarkt.<sup>1103</sup>

#### b) LAMFALUSSY-BERICHT UND -VERFAHREN

Während der FSAP die substantiellen Maßnahmen beschreibt, die notwendig sind, um tatsächlich einen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen zu erreichen, schildert der im Februar 2001 veröffentlichte Lamfalussy-Bericht des Ausschusses der Weisen unter Vorsitz von Baron Lamfalussy Wege zur Vereinfachung der für die Erreichung der Ziele des FSAP notwendigen Verfahren.<sup>1104</sup> Der Bericht fasst die bestehenden Defizite klar und deutlich zusammen und stellt heraus, dass ohne tiefgreifende marktöffnende Reformen Wirtschaftswachstum, Arbeitslosigkeit und Wohlstand in Mitleidenschaft gezogen würden. Insoweit decken sich die Ergebnisse mit den vorher bereits erwähnten wirtschaftswissenschaftlichen Studien und dem FSAP selbst. Wichtige weitergehende Schlussfolgerung des Lamfalussy-Berichts war aber, dass ohne eine Beschleunigung des europäischen Gesetzgebungsverfahrens eine Umsetzung der Maßnahmen des FSAP nicht flexibel und schnell genug erfolgen könnte, um mit der Geschwindigkeit der Entwicklungen auf den internationalen Finanzmärkten Schritt halten zu können. Die fast ausschließliche Verwendung von Richtlinien zur Rechtssetzung im Finanzdienstleistungsbereich führe zu Umsetzungsproblemen, während die Rückkopplung sowohl mit den nationalen Aufsichtsbehörden als auch den Marktakteuren unzureichend sei. Daher schlug der Bericht zur Beschleunigung und Flexibilisierung eine Reform des Gesetzgebungsverfahrens vor, derzufolge ein detailliertes Vierstufensystem (das sogenannte „Lamfalussy-Verfahren“) die Probleme der zu unflexiblen und zu langsamen Gemeinschaftsgesetzgebung und der inkonsistenten, verspäteten und mitunter fehlerhaften Umsetzung in den Mitgliedstaaten lösen sollte.<sup>1105</sup>

Dieses vierstufige System sieht auf der ersten Stufe, dem ordentlichen Gesetzgebungsverfahren, lediglich eine Rahmengesetzgebung vor, in der von Ministerrat und Parlament im Mitentscheidungsverfahren die wesentlichen Grundzüge in einem Rahmengesetz erlassen werden.

Die verbindlichen Details dieser Rahmengesetze hingegen sollen auf der zweiten Stufe durch Experten der Kommission und der Mitgliedstaaten im sogenannten Europäischen Wertpapierausschuss (European Securities Committee – ESC) ohne Mitarbeit des Parlaments erarbeitet werden. Der Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (Committee of European Securities Regulators – CESR), deren Mitglieder sich aus

---

<sup>1101</sup> Für Beispiele siehe MOLONEY, S. 24.

<sup>1102</sup> KOM(1999)232 endg.

<sup>1103</sup> Allgemein zur europarechtlichen Harmonisierung des Finanzdienstleistungssektors aus verbraucherrechtlicher Perspektive siehe ALPA, EBLR 2004, 347ff.

<sup>1104</sup> Ausführlich dazu CORCORAN/HART, CJEL 2002, S. 221, 284ff. und CHAVDA in PERRY, S. 389, 391ff.

<sup>1105</sup> Für einen Überblick über das „Lamfalussy-Verfahren“ siehe ANDERSSON, EBLR 2002, S. 313ff.



Entscheidungsträgern der nationalen Aufsichtsbehörden zusammensetzen, hat dabei eine beratende Funktion inne.<sup>1106</sup> Stufe 3 gibt CESR die entscheidende Rolle bei der Kooperation im Rahmen der Umsetzung und konsistenten Anwendung in der täglichen Praxis; zu diesem Zweck sollen unverbindliche Empfehlungen und Richtlinien herausgegeben werden. Stufe 4 schließlich sieht weitergehende Durchsetzungsmöglichkeiten der Kommission bei Verstoß gegen Umsetzungs- oder sonstige Pflichten durch Mitgliedstaaten vor.

Insbesondere die Abgrenzung von Stufe 1 und 2 stellt dabei eine grundlegende Innovation des europäischen Gesetzgebungsverfahrens dar. Für das Parlament ist diese Art Kompetenzdevolution Neuland.

Als Folge der zwischen Kommission und Parlament im Jahr 2002 erreichten Einigung wird sich auch das Parlament nur noch am Erlass der Rahmengesetze beteiligen, während die technischen Einzelfragen und Durchführungsbestimmungen von Fachausschüssen geregelt werden, die sich aus Fachleuten der Kommission, der Mitgliedstaaten, die gemeinsam das European Securities Committee bilden, und CESR zusammensetzen. Diese Lösung hat den Vorteil, dass dadurch auf Entwicklungen auf den internationalen Finanzmärkten zeitnäher reagiert werden kann. Andererseits sind Vorbehaltsklauseln eingebaut, die den Interessen des Europäischen Parlamentes Rechnung tragen: So ist die Ermächtigung jederzeit widerrufbar. Des Weiteren müssen die zuständigen Parlamentsausschüsse regelmäßig über den Stand der Arbeiten informiert werden; innerhalb einer festgelegten Frist kann das Parlament Einwände geltend machen.

Es wird allenthalben damit gerechnet, dass der vorliegende Kompromiss weit über den im Lamfalussy-Bericht skizzierten Rahmen hinaus Auswirkungen haben wird. So wurde bereits im Rahmen der Richtlinie zur zusätzlichen Beaufsichtigung von Finanzkonglomeraten das Komitologieverfahren in gleicher Weise wie zwischen Parlament und Kommission für den Wertpapierdienstleistungsbereich vereinbart ausgestaltet. Das „Lamfalussy-Verfahren“ wird demzufolge auch in den anderen Finanzdienstleistungsbereichen Banken und Versicherungen, wo ähnlich schnelle Marktentwicklungen eine Verkürzung der Gesetzgebungsverfahren angeraten sein lassen, angewendet werden.<sup>1107</sup> Dadurch wird eine zügige Implementierung der notwendigen Anpassungen im Finanzdienstleistungsbereich an die neuen Marktgegebenheiten gewährleistet. Die in dieser Form erstmalig praktizierte Kompetenzdevolution ist als Modell auch in die Beratungen des Europäischen Verfassungskonvents eingeflossen:

Art. 35 des Europäischen Verfassungsvertrags (Delegierte Verordnungen) reflektiert diese neuen Entwicklungen und schreibt die Möglichkeit der Kompetenzdevolution des Parlaments an die Kommission ausdrücklich fest. Art. 36 (Durchführungsrechtsakte) beschreibt in Absatz 2 die Übertragung von Durchführungsbefugnissen an die Europäische Kommission und regelt so allgemein die von Lamfalussy in seinem Verfahrensvorschlag mit Stufe 3 und 4 bezeichneten Umsetzungsphasen.

Kritik ist dem Lamfalussy-Verfahren mit der Entscheidungsdevolution an mit Experten bestückten Ausschüssen unter anderem deswegen entgegen geschlagen, weil es angesichts des immer stärkeren Zusammenwachsens der Finanzdienstleistungsindustrie als anachronistisch angesehen wird, für die einzelnen Sektoren getrennte Ausschüsse ins Leben zu rufen.<sup>1108</sup>

Des Weiteren wird befürchtet, dass im Lamfalussy-Verfahren ergangene Gesetzgebung mitnichten lediglich Detailfragen in den Expertenausschüssen regelt, sondern auch eigentlich der Primärgesetzgebung vorbehaltene Kernfragen erst in Stufe 2 behandelt werden. Dadurch werde die EU-Finanzdienstleistungsgesetzgebung zu einem undemokratischen „closed shop“

---

<sup>1106</sup> LAMFALUSSY-BERICHT, S. 35ff.

<sup>1107</sup> FAZ, 29.04.2002, S. 16.

<sup>1108</sup> PAUL, BB 2003, S. 1.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

mit mangelnder Transparenz und offen lediglich für die wenigen eingeladenen Experten verkommen.<sup>1109</sup>

#### c) FESCO/CESR

Das Forum der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (Forum of European Securities Commissions – FESCO) wurde im Dezember 1997 mit Sitz in Paris gegründet. Zunächst in Reaktion auf die lange währende Untätigkeit der europäischen Stellen als Koordinierungsstelle der nationalen Wertpapieraufsichtsämter unabhängig von den EU-Gremien gestaltet, wurde FESCO schnell zu einem der wichtigsten Kooperationspartner der EU-Stellen bei der Vorbereitung des Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen. Diese Entwicklung kulminierte in der Gründung des Ausschusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (Committee of European Securities Regulators – CESR) am 6. Juni 2001 durch die Kommission. Das CESR übernimmt alle im Rahmen des FESCO vereinbarten Abmachungen, Standards, Festlegungen und Verpflichtungen; FESCO geht somit vollständig im CESR auf.<sup>1110</sup> Diese Entscheidung basierte auf den Empfehlungen des Lamfalussy-Berichts, dem der Europäische Rat von Stockholm am 23. März 2001 und das Europäische Parlament in seiner Resolution vom 5. Februar 2002 zustimmte.

Das CESR bleibt ein unabhängiges Komitee, das aus hochrangigen Repräsentanten nationaler Aufsichtsbehörden im Bereich des Wertpapierhandels besteht; Vertreter der Kommission können an allen Diskussionen aktiv teilnehmen. Aufgaben des Ausschusses sind die Verbesserung der Koordination zwischen den Wertpapieraufsichtsbehörden und die beratende Unterstützung der European Securities Commission (ESC, dem im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens mit der Ausarbeitung von Detailregelungen befassten Expertengremium von Kommission und Mitgliedstaaten).

## II. WOHLVERHALTENSREGELN IN DER EUROPÄISCHEN UNION

Der Vertrieb von Finanzdienstleistungen sollte eine Priorität der europäischen Verbraucherpolitik sein, denn hier werden die meisten Verbraucherklagen und Verbraucherbeschwerden verzeichnet.<sup>1111</sup> Entgegen dieser politischen Zielsetzung haben die bisherigen Rechtsangleichungsmaßnahmen im Bereich der Europäischen Union in diesem Wirtschaftssektor allerdings weniger funktionell auf den Vertrieb der Produkte an die Kleinanleger und Verbraucher gezielt als vielmehr auf die institutionelle Regulierung der Dienstleistungsunternehmen selbst. Im herkömmlichen europäischen Finanzdienstleistungsrecht diente der Kunden- oder Anlegerschutz dem übergeordneten Ziel der Marktintegration. Im Fokus der harmonisierenden Regulierungsbestrebungen seitens der Europäischen Union befanden sich zum einen die Anbieter, zum anderen die Vermittler von Finanzdienstleistungsprodukten<sup>1112</sup>, die Belange der Verbraucher/Anleger wurden lediglich am Rande mit berücksichtigt. Dieser Ansatz hat zu Lücken im Bereich des Anleger- und Verbraucherschutzes geführt.<sup>1113</sup>

Auch um diese Situation zu verbessern, hat die Kommission jüngst die Einsetzung eines 12-köpfigen Expertengremiums angekündigt, das dem Standpunkt der Kunden bei der Gestaltung

---

<sup>1109</sup> WIESNER, *Das Lamfalussy-Konzept oder der Sonnenuntergang*, FAZ, 10.09.2001, S. 19.

<sup>1110</sup> KOM 2001(1501)EG, ABl. EG L 191/43 v. 13.07.2001.

<sup>1111</sup> BONINO, WM 1996, S. 1617.

<sup>1112</sup> MOLONEY, S. 516f.

<sup>1113</sup> DECKERT/VON RÜDEN, EWS 1998, S. 46, 53, die sich allerdings mehr mit Anlegerschutz auf dem Primärmarkt beschäftigen.

der EU-Finanzdienstleistungspolitik größere Geltung verschaffen soll.<sup>1114</sup> Diese Finanzdienstleistungsexperten sollen der Kommission zu EU-Initiativen im Finanzdienstleistungsbereich Grundsatzempfehlungen vorlegen und sich dabei insbesondere auf die Probleme von Privatkunden und KMU konzentrieren.

Da der Verbraucher/Kunde als Zielperson europäischer Regulierung beim Vertrieb von Finanzdienstleistungen nur langsam hervorgetreten ist, verwundert es nicht, dass die bestehenden diesbezüglichen verbraucherschützenden EU-Regeln in verschiedenen Regelungswerken verstreut sind und eine eher inhomogene Masse bilden.

## 1. WOHLVERHALTENSREGELN IM WERTPAPIERGESCHÄFT

### a) WERTPAPIERDIENSTLEISTUNGSRICHTLINIE 93/22/EWG

Wohlverhaltensregeln im Wertpapiergeschäft fanden zum ersten Mal Eingang in das europäische Finanzdienstleistungsrecht in Art. 10 und 11 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (ISD).<sup>1115</sup> Bereits Jahre zuvor gab es zu diesem Thema eine unverbindliche Empfehlung der Kommission, auf die hier nicht näher eingegangen werden soll, da sie in den nationalen Gesetzgebungen keine Auswirkungen zeitigte.<sup>1116</sup>

Die ISD ist das grundlegende Gesetzeswerk für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen, mittels der Mindeststandards für die Zulassung und Beaufsichtigung von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gesetzt wurden und diese mit einem Europäischen Pass ausgestattet werden, das ihnen die grenzüberschreitende Tätigkeit ermöglicht.<sup>1117</sup>

### b) WOHLVERHALTENSREGELN IN DER ISD

Die Aufnahme von Vorschriften über Wohlverhaltensregeln in die ISD war während des Gesetzgebungsverfahrens Gegenstand vielfältiger Kontroversen. Die SIB *Core Principles* und französische *déontologie*-Vorschriften, deren mehr oder weniger gleichzeitige Ausarbeitung 1990 in einem gemeinsamen diesbezüglichen Bericht von britischem SIB und französischer Commission des Opérations de Bourse (COB) kulminierte, hatten ebenso Einfluss auf die dann in der ISD verankerten Wohlverhaltensprinzipien wie auch die eingangs detailliert beschriebene IOSCO-Resolution zu dem Thema.<sup>1118</sup>

Ursprünglich hatte die Kommission geplant, einen detaillierten Katalog von Wohlverhaltensregeln nach britischem Vorbild in die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie einzubringen und für die Regulierung dieser Regeln das Herkunftslandprinzip verbunden mit dem Prinzip der gegenseitigen Anerkennung zu etablieren.<sup>1119</sup> Der erste Richtlinienentwurf der Europäischen Kommission sah hingegen gar keine Aufnahme von Wohlverhaltensregeln oder anderer anlegerschützender Regeln in die ISD vor. Außer eng gefassten Dokumentationsvorschriften und einigen Organisationspflichten sollten keine vertriebsbezogenen Verhaltensregeln in die ISD aufgenommen werden, da die Kommission

<sup>1114</sup> Pressemitteilung der Europäischen Kommission vom 25. Juli 2003; IP/03/1119.

<sup>1115</sup> Richtlinie 93/22 über Wertpapierdienstleistungen vom 10.05.1993, ABl. EG Nr. L141/27 vom 11.06.1993 – im Weiteren ISD, nach der gebräuchlichen englischen Abkürzung für Investment Services Directive.

<sup>1116</sup> Empfehlung 77/534 EWG vom 25.07.1977 betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen, ABl. EG L212/37 vom 20.08.1977.

<sup>1117</sup> Für eine ausführliche Schilderung der einzelnen Vorschriften der ISD vgl. statt aller TISON (ISD), S. 1ff.

<sup>1118</sup> Ausführlich dazu BLIESENER, S. 10f., 296f.; TISON (CONDUCT), S. 3f.; KÖNDGEN, ZBB 1996, S. 361, 362, schreibt die Festschreibung von Wohlverhaltensregeln wohl unzutreffenderweise ausschließlich dem britischen Einfluss zu.

<sup>1119</sup> TISON (ISD), S. 4.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

davon ausging, dass die Zulassungsvorschriften der Richtlinie ausreichenden Schutz bieten würden. Die Wohlverhaltensregeln wurden erst auf Druck verschiedener Mitgliedstaaten und des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses wieder in die Richtlinie aufgenommen<sup>1120</sup>, das Ergebnis ist ein Kompromiss, der lediglich die Grundprinzipien auflistet, die beim Vertrieb von Wertpapierdienstleistungen gelten sollen. So kommt es, dass der Wortlaut der in Art. 11 ISD normierten Wohlverhaltensregeln bis auf einige unbedeutende sprachliche Änderungen identisch mit denen der IOSCO-Resolution ist.<sup>1121</sup> Als weitere jedenfalls auch anlegerschützende Regel kommt Art. 10 ISD hinzu, der Grundregeln für die interne Organisation von Wertpapierdienstleistungsunternehmen aufstellt. Das Hauptaugenmerk soll hier entsprechend der im 1. Teil vorgenommenen Definition von vertriebsbezogenen Wohlverhaltensregeln auf den Bestimmungen des Art. 11 ISD liegen.

Art. 11 Abs. 1 S. 4 ISD verpflichtete die Wertpapierdienstleistungsunternehmen zur Einhaltung folgender Grundprinzipien:

- Allgemeine Interessenwahrungspflicht; „im bestmöglichen Interesse ihrer Kunden“ (1. und 7. SpStr.)
- Integrität: „rechte und billige Tätigkeitsausübung“ (1. SpStr.)
- Sorgfaltspflicht: „Tätigkeitsausübung mit der gebotenen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit“ (2. SpStr.)
- Allgemeine Organisationspflichten: Tätigkeitsausübung nur unter Vorhaltung und Einsatz der dafür erforderlichen Mittel und Verfahren (3. SpStr.)
- Erkundigungspflicht: Einholung von Informationen über die finanzielle Lage, Erfahrung und Ziele des Kunden (4. SpStr.)
- Informationspflicht: Mitteilung aller zweckdienlichen Informationen in geeigneter Form (5. SpStr.)
- Vermeidung von Interessenkonflikten<sup>1122</sup> (6. SpStr.)

Art. 11 Abs. 2 ISD enthielt eine der kontroversesten Regelungen der ISD. In klarer Abkehr von dem bei den Gesetzgebungsmaßnahmen zur Vollendung des Binnenmarkts üblichen Kanon von Mindestharmonisierung in Verbindung mit dem Herkunftslandprinzip bei gegenseitiger Anerkennung wird für die Durchführung und Überwachung der Einhaltung der Wohlverhaltenspflichten der Mitgliedstaat für zuständig erklärt, in dem die Dienstleistung erbracht wird – Regelungskompetenz hat also das Gastland.

Ohne auf Abgrenzungskriterien für verschiedene Kundenkategorien einzugehen, führte Art. 11 Abs. 3 ISD lediglich aus, dass für die Beurteilung der Professionalität des Anlegers der ursprüngliche Auftraggeber maßgeblich ist.

#### c) UMSETZUNG IN NATIONALES RECHT

Obwohl den Mitgliedstaaten durch die Richtlinie keinerlei Vorgaben hinsichtlich der Mittel und Methoden gemacht werden, wie die Bestimmungen in Art. 11 ISD umgesetzt werden sollen, haben die meisten Mitgliedstaaten diese mittels formeller gesetzlicher Regeln in ihre

---

<sup>1120</sup> Siehe dazu die Stellungnahme des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses (EWSA), ABl. EG C 298/6 vom 27.11.1989, S. 14 Absatz 2.19.5.

<sup>1121</sup> Für eine detaillierte Gegenüberstellung siehe TISON (CONDUCT), S. 25, der die ISD-Regeln als „almost identical copy of the IOSCO principles“ bezeichnet, S. 4.

<sup>1122</sup> Diese Pflicht befasst sich mit vertriebsbezogenen Interessenkonflikten, nicht mit unternehmensinternen Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten (*Chinese walls*); auf diese bezieht sich Art. 10 Abs. 1 S. 2 5.SpStr. Ausführlich zur Thematik der Interessenkonflikte im Zusammenhang mit Wohlverhaltensregeln siehe § 7 II. 3. und § 7 III. 1. .

Wertpapiergesetze oder diesbezügliche Verordnungen übernommen.<sup>1123</sup> Interessant ist, dass die Umsetzung der mitunter wortidentischen Regeln von Art. 10 und 11 ISD des Öfteren zu einer Vermischung der in den beiden Normen niedergelegten Prinzipien geführt hat, so dass die in der ISD festgelegte Anwendung der Herkunftslandsregeln für die Prinzipien aus Art. 10 und der Gastlandregeln für diejenigen aus Art. 11 ISD nicht durchgängig erreicht wurde.<sup>1124</sup>

Die Umsetzung in nationales Recht hat aufgrund der vagen Formulierung dazu geführt, dass eine Vielzahl divergierender Vorschriften auf nationaler Ebene eingeführt wurde. Die aus dieser Unbestimmtheit erwachsende Diversität hat die weitere Entwicklung des europäischen Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen eher behindert als befördert und stellt ein Hindernis für die Erbringung grenzüberschreitender Dienstleistungen dar.<sup>1125</sup>

Unabhängig davon ist die Umsetzung der Wohlverhaltensregeln an sich in mehreren Mitgliedsländern als unsauber und mitunter gar mangelhaft bezeichnet worden.<sup>1126</sup>

#### d) KRITIK AN DER REGELUNG DES ART. 11 ISD

Die Vorschriften über die Wohlverhaltensregeln der ISD sind über die Jahre hinweg von einer Vielzahl an Stimmen bisweilen heftig kritisiert worden; die Verhaltenspflichten in Art. 11 gehörten zweifellos zu den umstrittensten Regelungen der ISD.

##### (i) Unzureichende Regelungstiefe

Obwohl die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie mit der Einführung des Einheitspasses weithin als wettbewerbsfördernd angesehen wird, wurde bemängelt, dass die Verwendung des Prinzips der Mindestharmonisierung gerade bei den Verhaltenspflichten ganz im Gegenteil wettbewerbshemmend wirke.<sup>1127</sup>

Die Vorgaben im Hinblick auf Aufstellung und Überwachung der Verhaltenspflichten waren so unbestimmt, dass keine Rechtsvereinheitlichung erreicht wurde.<sup>1128</sup> Die positivierten Wohlverhaltenspflichten erschöpften sich in zwei Generalklauseln, die schon bei ihrer Einführung keinen Neuigkeitswert besaßen, sondern lediglich – jedenfalls ungeschriebene – allgemeine Prinzipien des Geschäftsbesorgungsrechts der Mitgliedstaaten niederlegten.<sup>1129</sup> Die Prinzipien der Wohlverhaltensregeln der Art. 10 und 11 ISD waren daher nicht mehr als

<sup>1123</sup> Eine Aufstellung der Umsetzungsgesetze findet sich bei TISON (CONDUCT), S. 26f. Für kurze Abhandlungen zu einzelnen nationalen Umsetzungen vgl. BERTIN-MOUROT/PICKERING, EFSL 1997, S. 14ff. und WOOLFSOON, JIBL 1997, S. 24ff. für Frankreich, BOUMA, JFRC 1996, S. 36ff. für die Niederlande, DAX in TOSSENS, S. 725ff. für Luxemburg, KÄRDE/DEGENNE, EFSL 1997, S. 8ff. für Schweden und TAPIA HERMIDA, Revista de Derecho Bancario y Bursátil 1996, S. 562ff. für Spanien (der letzte Beitrag mit besonderem Schwerpunkt auf der Umsetzung der Wohlverhaltensregeln). Einen allgemeinen Überblick über die Umsetzungen in den Mitgliedstaaten bieten WYMEERSCH in FERRARINI, S. 3ff. und TISON (ISD), S. 21ff.

<sup>1124</sup> TISON (CONDUCT), S. 6.

<sup>1125</sup> BRANDL, S. 148; zu der Kritik an Art. 11 ISD siehe gleich § 12 II. 1. d).

<sup>1126</sup> Für eine umfassende Untersuchung der Umsetzungsvorschriften von Art. 10 und 11 ISD in Frankreich, Belgien, Spanien und Italien siehe die Monographie von BRANDL, die ein Nord-Süd-Gefälle hinsichtlich der Qualität der Umsetzung beklagt und gerade die Regelungen in Spanien und Italien als verspätet, unvollständig und die inhärente Systematik nicht berücksichtigend beurteilt hat – S. 147. Die Umsetzung des Art. 11 ISD in das deutsche Recht kritisiert SCHULTE-FROHLINDE, zusammenfassend auf S. 211f., der insbesondere die in der Umsetzung fehlende Konkretisierung der unbestimmten Rechtsbegriffe des Art. 11 ISD bemängelt; einzelne Spiegelstriche aus Art. 11 seien überhaupt nicht in das deutsche Recht übernommen worden. Für eine kritische Auseinandersetzung mit der Umsetzung der ISD in Belgien, Deutschland, England, Griechenland und Österreich siehe KATSAS, der in den von ihm untersuchten Rechtsordnungen bei der Umsetzung erhebliche Unterschiede ausmacht, die auf ein „race to the top/bottom“ hindeuten sollen (S. 109).

<sup>1127</sup> Z.B. STEIL in STEIL, S. 10.

<sup>1128</sup> ASSMANN in BANKRECHTSTAG 1993, S. 61, 100.

<sup>1129</sup> KÖNDGEN in FERRARINI, S. 115f.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

eine Wunschliste international akzeptierter Allgemeinplätze, die zahnlos blieben, weil ihnen keine detaillierten Regeln an die Seite gestellt wurden, auf die umfassende Sanktionen hätten gestützt werden können.<sup>1130</sup> Daher wurden im Zeitalter des Internets nationale Wohlverhaltensregeln als unzureichend angesehen; ein ausreichender Schutz der Anleger bei grenzüberschreitenden Transaktionen sei damit kaum zu erreichen.<sup>1131</sup>

Als Konsequenz der Anwendung des Prinzips der Mindestharmonisierung entstanden divergierende Bestimmungen zu Wohlverhaltensregeln in jedem Mitgliedstaat.<sup>1132</sup> Somit waren Wertpapierdienstleister, die Dienste in anderen Mitgliedstaaten anbieten, in jedem Land anderen Regeln unterworfen<sup>1133</sup>, was zu erhöhten Kosten im Bereich der *compliance* führte.<sup>1134</sup> Diese zusätzlichen Auflagen und Kosten verringerten den Wert des Europäischen Passes für Wertpapierdienstleister in starkem Maße.<sup>1135</sup>

Das zum Abbau von Wettbewerbsschranken grundsätzlich geeignete Prinzip der Mindestharmonisierung stieß bei der Anwendung auf vertriebsbezogene Wohlverhaltenspflichten im Wertpapierbereich offensichtlich an seine Grenzen.<sup>1136</sup> Die durch die unzureichende Konkretisierung entstandene Rechtsdivergenz der nationalen Wohlverhaltensregeln hat nicht zu einer Entwicklung des Binnenmarkts zuträglichem Systemwettbewerb zwischen den verschiedenen Mitgliedstaaten bei der konkreten Ausgestaltung der Wohlverhaltenspflichten geführt.

#### (ii) Systemfremdes Gastlandprinzip

Die Kompromisslösung der ISD bezüglich der Regelung der Wohlverhaltensregeln des Art. 11 wich von dem regulatorischen Paradigma von Mindestharmonisierung und gegenseitiger Anerkennung ab, die für den Bereich des Marktzugangs und der *prudential regulation* von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gelten.<sup>1137</sup> Die der Binnenmarktorganisation mit den Eckpfeilern Mindestharmonisierung und gegenseitige Anerkennung systemfremde Übertragung der Ausprägung von Verhaltensregeln auf die Gastländer war nichts anderes als eine europarechtlich sanktionierte und institutionalisierte Anwendung der Allgemeinwohl-Ausnahmeklausel.<sup>1138</sup> Diese gesetzliche Normierung einer Allgemeinwohl-Klausel in einer

---

<sup>1130</sup> O'NEIL in CRANSTON, S. 202; AVGOULEAS, ELJ 2000, S. 72, 76.

<sup>1131</sup> Siehe auch KARMEL, CJTL 1998, S. 32.

<sup>1132</sup> Der Mangel umfassender Harmonisierung der Wohlverhaltensregeln lag nicht nur an den diesbezüglichen Widerständen der Mitgliedstaaten, sondern zumindest auch daran, dass die Kommission der Meinung war, dass in diesem Bereich zwischen den Mitgliedstaaten erhebliche Unterschiede hinsichtlich Inhalt und Anwendungsweise solcher Regeln bestünden. Der jahrelange Stillstand konnte aufgrund dieser vielfältigen Widrigkeiten nur durch einen ganz allgemein gehaltenen Kanon an Wohlverhaltensregeln und die Konzentration auf „*prudential regulation*“ aufgehoben werden: Explanatory Memorandum to the Proposed Investment Services Directive, COM(1988)778 – SYN 176, Abl. 1989, C43/7; dazu AVGOULEAS, ELJ 2000, S. 72, 76.

<sup>1133</sup> Bemerkung CRUICKSHANK in HERTIG/HERTIG-PELLI, S. 65f.

<sup>1134</sup> ILMONEN, Co.Law. 2000, S. 135, 137.

<sup>1135</sup> NZZ, 20.09.2002, S. 29.

<sup>1136</sup> Ähnlich wohl auch GRUNDMANN, JZ 2000, S. 1133, 1142f., der zwar nicht ausdrücklich, aber implizit davon ausgeht, dass einheitliche Informationspflichten eine Grundlage für einen funktionierenden Systemwettbewerb innerhalb des Binnenmarktes darstellen.

<sup>1137</sup> TISON (CONDUCT), S. 19.

<sup>1138</sup> So auch CORCORAN/HART, S. 221, 255; TISON (CONDUCT), S. 15ff.; häufig werden Verbraucherschutzpolitische nationale Regelungen, die ausländische Unternehmen des Binnenmarktes gleichermaßen treffen, damit begründet, dass diese zum Schutz des Allgemeinwohls (*general good*) zwingend notwendig seien. Die genauen Grenzen der Allgemeinwohl-Ausnahmeklausel sind vom EuGH in mehreren Urteilen bestimmt worden.

- Einschränkungen können nur von überragenden Gründen des öffentlichen Interesses gerechtfertigt werden. Darunter fällt auch das Bedürfnis, die Einhaltung von beruflichen Verhaltensregeln sicherzustellen.

- Dieses Interesse ist nicht schon durch Kontrollen im Heimatland in angemessener Weise geschützt.

eigentlich der Vollendung des Binnenmarkts dienenden Richtlinie hat eine ganze Reihe von meist befremdeten Reaktionen in der Rechtswissenschaft ausgelöst.<sup>1139</sup>

Hinzu kommt, dass das Gastlandprinzip in Art. 11 nicht nur allgemein systemfremd war, sondern auch zu gravierenden Anwendungsproblemen führte: Eine trennscharfe Abgrenzung der sich überschneidenden Regelungsbereiche in Art. 10 und 11 ISD war nämlich beispielsweise bei der Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten, die sich in nahezu identischem Wortlaut sowohl in den Organisationspflichten des Art. 10 als auch in den Wohlverhaltensregeln des Art. 11 ISD wiederfindet, kaum möglich.<sup>1140</sup> Da für die Ausgestaltung der Prinzipien des Art. 10 ISD das Herkunftsland, für die des Art. 11 ISD jedoch das Gastland zuständig war, drohten in der Praxis einem Wertpapierdienstleister bei grenzüberschreitender Dienstleistung möglicherweise konfligierende Pflichten in den nationalen Umsetzungsgesetzen.<sup>1141</sup>

### (iii) Verortung der Dienstleistung

Unklar war, wo eine Wertpapierdienstleistung im Sinne des Art. 11 Abs. 2 ISD erbracht wird: Ab wann war eine Wertpapierdienstleistung im Ausland erbracht und der Wertpapierdienstleister damit den Verhaltensregeln des Gastlandes unterworfen? Dies richtete sich, da eine Gemeinschaftsregel fehlte, nach den jeweiligen nationalen Regelungen; Wertpapierdienstleister konnten sich also nur dadurch absichern, dass sie sowohl die Verhaltensregeln des Herkunfts- als auch die des Gastlandes einhielten. Mit der Einstellung auf all diese verschiedenen Rechtssysteme waren gerade kleine Wertpapierdienstleister regelmäßig überfordert.<sup>1142</sup>

### (iv) Unterschiedliche Schutzbedürftigkeit der Kunden je nach Professionalität

Im Gegensatz zur Regulierung von Wohlverhaltensregeln in anderen Rechtssystemen<sup>1143</sup>, aber durchaus in Einklang mit der zuvor erwähnten Tendenz, nicht den Verbraucher bzw. Kunden sondern die Finanzdienstleistungsunternehmen (Produzenten wie Vermittler) in den Mittelpunkt von Regelungen im Finanzdienstleistungsbereich zu stellen, traf die ISD keine ausdrückliche Differenzierung zwischen den Kunden, auf die die Wohlverhaltensregeln Anwendung finden sollen.<sup>1144</sup> Dies ist als Versäumnis der Richtlinie gewertet worden.<sup>1145</sup>

---

- Das gleiche Ergebnis kann nicht durch weniger restriktive Maßnahmen erreicht werden.

- Die Vorschriften des Gastlandes müssen in einer nichtdiskriminierenden Weise auf alle im Gastland tätigen Unternehmen angewendet werden (siehe beispielsweise: EuGH Rs. 205/84, Slg. I-1986, S. 35).

<sup>1139</sup> ANDENAS, Co.Law. 1994, S. 60ff.; HERTIG in BUXBAUM, S. 218ff.; WOUTERS, Co.Law. 1993, S. 194ff.; ABRAMS, EFSL 1995, S. 317ff.; THORKILDSEN, Co.Law. 1995, S. 102; bereits im Vorfeld der Verabschiedung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie zur gleichen Thematik im Bankenaufsichtsrecht: SCHNEIDER/TROBERG, WM 1990, S. 165ff.; neueren Datums ist der zusammenfassende Beitrag von TISON (UNRAVELLING); differenziert zu den Vor- und Nachteilen des Heimat- bzw. Gastlandprinzips im EU-Finanzdienstleistungsrecht GKOUTZINIS, CMLR 2004, S. 119, 154ff. und .167ff.

<sup>1140</sup> Diese zweifache Erwähnung der Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten ist nach kontinentaleuropäischem Verständnis eine überflüssige Doppelregelung, nicht jedoch nach angelsächsischem Verständnis, wo zwischen strukturellen und geschäftsbedingten Interessenkonflikten unterschieden wird – HAMMES, ZBB 2001, S. 498, 502, Fn. 35.

<sup>1141</sup> Ähnlich auch STÖTERAU, S. 185f.

<sup>1142</sup> BIRNBAUM/VON KOPP-COLOMB, WM 2001, S. 2288, 2289.

<sup>1143</sup> Siehe dazu die Ausführungen zu den USA und Großbritannien in dieser Untersuchung.

<sup>1144</sup> In Art. 11 Abs. 1 S.2 Hs. 2 ISD war lediglich sehr vage formuliert vorgesehen, dass bei der Anwendung der Verhaltenspflichten der Professionalität der Kunden Rechnung zu tragen sein sollte; diese unpräzise Vorgabe ist entsprechend vielfach bei der Umsetzung auf nationaler Ebene kaum oder gar nicht beachtet worden (z.B. in Deutschland).

#### e) NEUESTE REFORMEN

Aufgrund der vielfältigen Kritik an der Regelung des Art. 11 ISD und den rasanten Marktveränderungen der letzten Jahre im Wertpapiergeschäft strebte die Kommission seit dem Jahr 2000 eine Reform der ISD im Allgemeinen und insbesondere der Wohlverhaltensregeln an und veröffentlichte in einem ersten Schritt entsprechende Mitteilungen, in denen das weitere Vorgehen erläutert wurde.<sup>1145</sup>

Die alte ISD als Herzstück des europäischen Finanzdienstleistungsrechts litt im Bereich der Wohlverhaltensregeln insbesondere an den oben beschriebenen Mängeln der Mindestharmonisierung.<sup>1147</sup> Zudem wurde die seit ihrem Erlass 1993 im Wesentlichen unveränderte alte ISD durch die rasche Entwicklung von Märkten und Technologien überholt. Der sich weitgehend auf die gegenseitige Anerkennung stützende Ansatz hatte sich in der Praxis als unzureichend erwiesen, um eine EU-weite Tätigkeit von Wertpapierhäusern auf der Grundlage der Zulassung im Herkunftsland zu gewährleisten. Strukturelle Veränderungen auf den EU-Finanzmärkten machten eine komplett neue Rechtsvorschrift für Wertpapierdienstleistungen erforderlich.<sup>1148</sup> Zu diesen Veränderungen zählt die stärkere Präsenz von Kleinanlegern auf den Finanzmärkten, der erhöhte Wettbewerb zwischen Börsen und Handelssystemen und die Zunahme grenzübergreifender Aktiengeschäfte (um jährlich 20-25 % zwischen 1996 und 2001). Die engere Verknüpfung zwischen den nationalen Finanzmärkten hatte schließlich dazu geführt, dass die Richtlinie von 1993 keinen angemessenen Anlegerschutz mehr bot und keine ausreichende Markteffizienz mehr gewährleistete.

Hinsichtlich der Wohlverhaltenspflichten im Besonderen waren auch die Beratungen der Lamfalussy-Gruppe von mehreren Kommentaren begleitet, die eine umfassendere Harmonisierung der Wohlverhaltensregeln anmahnten, obwohl bisweilen eine Vollharmonisierung für illusorisch gehalten wurde.<sup>1149</sup> Die Mitteilung zu den Wohlverhaltensregeln beschrieb detailliert, wie Kundenschutzvorschriften in der ISD und anderen das Wertpapiergeschäft beeinflussenden allgemeinen Verbraucherschutz-RL wie der Fernabsatz-RL für Finanzdienstleistungen oder der E-Commerce-RL in Einklang gebracht werden sollen. So sollten die Verhaltenspflichten also jedenfalls mit den branchenübergreifenden Verbraucherschutzrichtlinien koordiniert werden.<sup>1150</sup>

Die Kommission erkannte in der Mitteilung zu den Wohlverhaltenspflichten an, dass die grenzübergreifende Erbringung von Wertpapierdienstleistungen aufgrund der Rechtsunsicherheit und der sich überschneidenden Rechtsvorschriften unnötigerweise

---

<sup>1145</sup> Dies erkennt die Kommission selbst an: Mitteilung der Kommission „Anwendung der Wohlverhaltensregeln gemäß Artikel 11 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (93/22/EWG) vom 16.11.2000, COM (2000) 722, S. 3: „Die praktische Umsetzung dieser Unterscheidung [zwischen institutionellen und privaten Anlegern] wird in den Mitgliedstaaten jedoch höchst unterschiedlich gehandhabt, was dazu führt, dass Wertpapierfirmen für vergleichbare Geschäfte in den verschiedenen Mitgliedstaaten unterschiedlich eingestuft werden können.“

<sup>1146</sup> Mitteilung der Kommission vom 15.11.2000: „Aktualisierung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (93/22/EWG)“, COM (2000) 729 endg.; die Erwägungen in dieser Mitteilung sind maßgeblich in den Vorschlag der Kommission zur Modernisierung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie eingeflossen – Näheres dazu siehe gleich unter § 12 II. 1. f) sowie Mitteilung der Kommission „Anwendung der Wohlverhaltensregeln gemäß Artikel 11 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (93/22/EWG) vom 16.11.2000, COM (2000) 722.

<sup>1147</sup> S.o. § 12 I. 2.

<sup>1148</sup> Zu den Regulierungsdefiziten der alten ISD siehe BALZER, ZBB 2003, S. 177, 178.

<sup>1149</sup> Special CEPS Press Briefing: *Does Europe need an FSA? An Agenda for the Lamfalussy Group*, KAREL LANNOO, Chief Executive, 14.07.2000; eine Vollharmonisierung forderte das Europäische Parlament bereits im Jahre 2001, siehe dazu den Bericht von MdEP Kauppi, A5-0105/2001 vom 23.03.2001 (vom Parlament angenommen am 03.04.2001).

<sup>1150</sup> CORCORAN/HART, CJEL 2002, S. 221, 259.



kompliziert und kostspielig ist.<sup>1151</sup> Außerdem brachte sie klar zum Ausdruck, dass sie die Einführung der vollständigen Herkunftslandkontrolle sowohl für *prudential supervision* als auch Verhaltenspflichten bevorzugen würde. Trotzdem sollte das Herkunftslandsprinzip für Verhaltensregeln – jedenfalls zunächst – nur auf professionelle Anleger Anwendung finden, da die Ausdehnung der Heimatlandkontrolle auch auf Privatanleger (*retail investors*) eine weitere Harmonisierung der Verhaltensregeln und eine erheblich vertiefte Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden erforderlich machen würden.<sup>1152</sup>

*f) RICHTLINIE ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE 2004/39/EG – ISD2*

Aus diesen ersten Mitteilungen entwickelte sich schnell das Erfordernis einer kompletten Überarbeitung der ISD, um die Ziele des FSAP zu erreichen. Nach zweijähriger Vorbereitung hat die Kommission daher im November 2002 einen Richtlinienentwurf vorgelegt.<sup>1153</sup> Nach einigen Änderungen im Gesetzgebungsverfahren durch Europäisches Parlament und Rat wurde im April 2004 schließlich die neue Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (ISD2 oder neue Wertpapierdienstleistungsrichtlinie) verabschiedet, die die alte Wertpapierdienstleistungsrichtlinie 93/22/EWG komplett ersetzt.<sup>1154</sup>

(i) Modernisierungsschwerpunkte

Die neue Richtlinie sieht maßgebliche Änderungen in mehreren Schwerpunktbereichen vor: Erstens soll der Anwendungsbereich der ISD auf Anlageberatung und Betrieb alternativer Handelssysteme (*alternative trading systems* – ATS) bei den Dienstleistungsformen und auf Rohwarenderivative bei den Finanzinstrumenten ausgeweitet werden. Des Weiteren sollen gleiche Wettbewerbsbedingungen für die verschiedenen Ausführungsarten von Aufträgen – regulierte Märkte, ATS oder hausinterne Zusammenführung von Kundenaufträgen durch Banken oder Investmentfirmen – geschaffen werden.<sup>1155</sup> Der dritte Modernisierungsschwerpunkt geht die Wohlverhaltensregeln an.<sup>1156</sup>

(ii) Verfahren

Entsprechend der im Februar 2002 mit dem Europäischen Parlament erzielten Einigung über eine bessere Regulierung der EU-Wertpapiermärkte nach dem Lamfalussy-Verfahren handelt es sich bei der neuen ISD2 um eine Rahmenrichtlinie, die in wesentlichen Bereichen (darunter auch bezüglich der Wohlverhaltenspflichten) durch detaillierte Durchführungsbestimmungen

---

<sup>1151</sup> COM (2000) 722, S. 3.

<sup>1152</sup> Zur Abgrenzung der verschiedenen Kundenkategorien verweist die Mitteilung (S. 13ff.) auf die standardisierenden Arbeiten der FESCO-CESR zu diesem Thema – dazu siehe ausführlich gleich unter § 12 II. 1. h).

<sup>1153</sup> Vorschlag der Kommission vom 19.11.2002 für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte und zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates, COM(2002)625 endg. nachfolgend ISD2; eine umfassende Analyse des Richtlinienentwurfs nimmt WYMEERSCH in seinem Arbeitspapier *The Revision of the ISD* vor, wobei er bei kritischer Betrachtung einzelner Regelungen dem Vorschlag insgesamt zustimmt; auf die Neufassung der Wohlverhaltenspflichten geht er indes nicht näher ein; ebenfalls ausführlich zu den einzelnen Neuerungen (basierend auf dem Richtlinienentwurf vom 19.11.2002) siehe BALZER, ZBB 2003, S. 177ff.

<sup>1154</sup> Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG, ABl. vom 30.04.2004, L 145/1.

<sup>1155</sup> Ausführlich zur Regulierung von Wertpapierhandelssystemen nach den Regeln der ISD2 siehe SEITZ, AG 2004, S. 497ff.

<sup>1156</sup> Dazu gleich mehr unter § 12 II. 1. g).

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

konkretisiert werden soll, die von der Kommission und dem European Securities Committee nach Konsultation mit den Marktteilnehmern und Mitgliedstaaten unter Berücksichtigung der Ratschläge des Ausschusses der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR) festgelegt werden sollen.<sup>1157</sup> Ein erstes Mandat für CESR, Detailvorschriften der Stufe 2 des Lamfalussy-Verfahrens zu erarbeiten, steht an.<sup>1158</sup>

#### *g) NEUFASSUNG DER WOHLVERHALTENSPFLICHTEN*

Eine der Prioritäten der ISD2 ist die Neuregelung der Wohlverhaltensregeln. In Anlehnung an die gesammelte Kritik an den Verhaltensregeln der alten ISD, die den Binnenmarkthandel nicht nur nicht gefördert, sondern gar zusätzliche Unsicherheit, Probleme und Kosten verursacht hat, erfolgt nunmehr eine weitergehende Harmonisierung.

Zunächst werden in Art. 18 Abs. 1-2 und 19 Abs. 1-8 ISD2 die Prinzipien der alten ISD in ausführlicherer Form aufgeführt. Art. 18 regelt dabei den Umgang mit Interessenkonflikten, während Art. 19 weitere Wohlverhaltenspflichten in prinzipieller Form aufführt.<sup>1159</sup> Art. 18 Abs. 3 und Art. 19 Abs. 10 ISD2 enthalten die Ermächtigung der Kommission, zusammen mit dem ESC im Lamfalussy-Verfahren detailliertere Durchführungsbestimmungen hinsichtlich Interessenkonflikten und Wohlverhaltensregeln zu erlassen, um zu gewährleisten, dass der erforderliche Kundenschutz erreicht wird und die Wohlverhaltensregeln von den nationalen Behörden einheitlich angewandt werden. Durch diese Durchführungsbestimmungen dürften die Wohlverhaltensregeln europaweit weitgehend vereinheitlicht werden, da den Mitgliedstaaten bei derart tief ins Detail gehenden Regelungen kaum Umsetzungsspielraum verbleiben dürfte.

#### *(i) Einführung von Kundenkategorien*

Wohl wenigstens teilweise beeinflusst durch die lange Untätigkeit der europäischen Institutionen hinsichtlich der Problematik der alten ISD-Wohlverhaltensregeln mit ihrer hemmenden statt fördernden Wirkung für den europäischen Binnenmarkt hat FESCO-CESR durch eine Übereinkunft der nationalen Aufsichtsbehörden in Bezug auf die Festlegung von Kundenkategorien<sup>1160</sup> versucht, eine weitergehende Koordinierung der Wohlverhaltensregeln auf zwischenstaatlicher Ebene zu erreichen.

Die dortigen Erkenntnisse sind in weiten Teilen in die ISD2 aufgenommen worden: Die neue Wertpapierdienstleistungsrichtlinie erkennt an, dass bei der Anwendung der Wohlverhaltenspflichten nicht nur die Wesensart der Dienstleistung und des Finanzinstruments, sondern auch der Kundentypus zu berücksichtigen ist.<sup>1161</sup> Unterschiedliche Kundenkategorien werden eingeführt, für die unterschiedlich ausgestaltete Wohlverhaltenspflichten gelten sollen.<sup>1162</sup> Die neue Wertpapierdienstleistungsrichtlinie spricht zunächst von Kleinanlegern auf der einen und professionellen Kunden auf der anderen Seite.<sup>1163</sup>

---

<sup>1157</sup> Art. 64 Abs. 2 ISD2; nach der Richtlinie zum Marktmissbrauch (KOM(2001)281) und der Richtlinie zu Verkaufsprospekten (COM(2001)280) war die ISD2 das dritte nach dem Lamfalussy-Verfahren begonnene europäische Gesetzgebungsverfahren.

<sup>1158</sup> TIEDJE, S. 5.

<sup>1159</sup> Dazu die untenstehenden Ausführungen.

<sup>1160</sup> Implementation of Art. 11 of the ISD: Categorisation of Investors for the Purpose of Conduct of Business Rules, März 2000.

<sup>1161</sup> Art. 19 Abs. 10 S.2 a)-c) ISD2.

<sup>1162</sup> Siehe dazu auch HAMMES, ZBB 2001, S. 498, 503.

<sup>1163</sup> Begriffsbestimmungen in Art. 4 ISD2, Nr. 11: „Professioneller Kunde: einen Kunden, der die in Anhang II genannten Kriterien erfüllt.“ und Nr. 12: „Kleinanleger: einen Kunden, der kein professioneller Kunde ist.“

Nach Anhang II ISD2 S. 1 ist ein professioneller Kunde „ein Kunde, der über ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügt, um seine Anlageentscheidungen selbst treffen und die damit verbundenen Risiken angemessen beurteilen zu können.“ Dies sind per se die auf den Finanzmärkten tätigen Rechtspersonlichkeiten (wie Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, Versicherungsgesellschaften, Investment- bzw. Pensionsfonds sowie sonstige institutionelle Anleger); außerdem auch große Unternehmen, die zwei der folgenden drei Anforderungen erfüllen: Bilanzsumme mind. € 20 Mio., Nettoumsatz mind. € 40 Mio. und Eigenmittel mind. € 2 Mio. Professionelle Kunden sind außerdem die nationalen und regionalen Regierungen sowie internationale Einrichtungen.

Die nicht in der ersten Kategorie befindlichen Kunden, inklusive öffentlicher Körperschaften und individueller privater Anleger, unterliegen einem höheren Schutzniveau, das normalerweise von den Standardwohlverhaltensregeln geboten wird.

Die Einstufungen in die Kundenkategorien sind nicht zwingend. Auf begründeten Antrag ist die Aufnahme in das niedrigere bzw. höhere Schutzniveau möglich, in letztem Fall allerdings nur unter strengen Voraussetzungen und unter Einhaltung eines bestimmten Verfahrens.

Leider ist die Kundenkategorisierung in der neuen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie missverständlich, da an anderer Stelle über die beiden Kategorien des professionellen und des nichtprofessionellen Kunden hinaus noch der Begriff der Gegenpartei benutzt wird. So könnte aus Erwägungsgrund 31 ISD2<sup>1164</sup> ohne weiteres die Schlussfolgerung gezogen werden, dass es drei verschiedene Anlegerkategorien (Kleinanleger, professionelle Kunden und Gegenparteien) gibt.

Allerdings ist der in der Richtlinie umschriebene Begriff der Gegenpartei von der Richtliniendefinition des professionellen Kunden kaum zu unterscheiden:<sup>1165</sup> „Die Mitgliedstaaten erkennen für die Zwecke dieses Artikels Wertpapierfirmen, Kreditinstitute, Versicherungsgesellschaften, OGAW und ihre Verwaltungsgesellschaften, Pensionsfonds und ihre Verwaltungsgesellschaften, sonstige zugelassene oder nach dem Gemeinschaftsrecht oder den Rechtsvorschriften eines Mitgliedstaats einer Aufsicht unterliegende Finanzinstitute, Unternehmen, die gemäß Artikel 2 Absatz 1 Buchstaben k und l von der Anwendung dieser Richtlinie ausgenommen sind, nationale Regierungen und deren Einrichtungen, einschließlich öffentlicher Stellen der staatlichen Schuldenverwaltung, Zentralbanken und supranationale Organisationen als geeignete Gegenparteien an.“

Hinsichtlich der Gegenpartei setzt Art. 24 Abs. 1 ISD2 fest, dass die Mitgliedstaaten sicherstellen sollen, dass die Wohlverhaltensregeln von Gegenparteien nicht eingehalten werden müssen. Auf der anderen Seite sind jedoch nach § 19 Abs. 10 S. 2 c) ISD2 die Wohlverhaltensregeln auch gegenüber professionellen Kunden einzuhalten, wenn auch nur – durch die Durchführungsmaßnahmen im Detail ausgestaltet – in abgeschwächter Form. Daraus ergibt sich ein kaum aufzulösender Widerspruch im Wortlaut des Richtlinientextes – wenn beispielsweise ein Kreditinstitut sowohl „Gegenpartei“ als auch „professioneller Kunde“ im Sinne der ISD2 ist, würden die Wohlverhaltensregeln für ein Geschäft zwischen dem Kreditinstitut und einer Wertpapierfirma nach § 19 Abs. 10 S. 2 c) i.V.m. Anhang II ISD2 (professioneller Kunde) grundsätzlich Anwendung finden, nach § 24 Abs. 1 ISD2 (Gegenpartei) hingegen nicht.

## (ii) Europaweite Harmonisierung

Mit der Richtlinie und den auf dieser Grundlage noch zu erlassenden Durchführungsbestimmungen werden die Wohlverhaltenspflichten europaweit

<sup>1164</sup> Ein Ziel dieser Richtlinie ist der Anlegerschutz. Die Vorkehrungen zum Schutz der Anleger sollten den Eigenheiten jeder Anlegerkategorie (Kleinanleger, professionelle Kunden, Gegenparteien) angepasst sein.

<sup>1165</sup> Art. 24 Abs. 2 ISD2.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

vereinheitlicht.<sup>1166</sup> Deswegen kommt es anders als bei der auf dem Prinzip der Mindestharmonisierung basierenden alten Richtlinie aus dem Jahre 1993 auf das anwendbare Recht nicht an, sondern vielmehr auf die Frage, welche nationale Aufsichtsbehörde die Einhaltung der gemeinsamen Pflichten kontrolliert.<sup>1167</sup> Darauf gibt die Richtlinie eine auf den ersten Blick sybillinische Antwort: So obliegt es zwar „der zuständigen Behörde des Mitgliedstaates, in dem sich die Zweigniederlassung befindet, ..., zu gewährleisten, dass die Zweigniederlassung bei Erbringen ihrer Leistungen im Hoheitsgebiet dieses Staates den Verpflichtungen nach den Artikeln 19, 21, 22, 25, 27 und 28 sowie den im Einklang damit erlassenen Maßnahmen nachkommt“.<sup>1168</sup> Allerdings soll die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaates einer Wertpapierfirma das Recht haben, in „Wahrnehmung ihrer Pflichten und nach Unterrichtung der zuständigen Behörde des Aufnahmemitgliedstaates vor Ort Ermittlungen in dieser Zweigniederlassung“ vorzunehmen.<sup>1169</sup>

Wie diese damit den nationalen Aufsichtsbehörden gemeinschaftlich übertragene Kontrolle und Überwachung der Wohlverhaltensregeln funktionieren soll, wird in den Art. 56ff. ISD2 (Zusammenarbeit zwischen den zuständigen Behörden verschiedener Mitgliedstaaten) näher ausgeführt. Demnach besteht eine Pflicht zur Zusammenarbeit (Art. 56 ISD2) und zum Informationsaustausch (Art. 58 ISD2); die Zusammenarbeit bei Ermittlungen vor Ort wird in einem gesonderten Artikel konkretisiert.<sup>1170</sup>

Die Lösung der Frage, welche Aufsichtsbehörde für die Durchsetzung der gemeinschaftsweit harmonisierten Wohlverhaltenspflichten zuständig ist, erscheint auf dem Papier bestechend: Für deren Einhaltung in einer Zweigniederlassung ist demnach sowohl die Aufsichtsbehörde des Aufnahmestaates als auch die des Herkunftsstaates verantwortlich, was theoretisch im besten Falle zu einer doppelten Kontrolle führen könnte und somit dem Rechtsschutz der Kunden dienen würde. Ob allerdings in der Praxis die parallele Zuständigkeit mehrerer unterschiedlich strukturierter nationaler Aufsichtsbehörden nicht in Doppelarbeit und Kompetenzgerangel münden wird, bleibt abzuwarten.<sup>1171</sup>

---

<sup>1166</sup> Dies ergibt sich aus Art. 19 Abs. 10 S.1 ISD2 und der darin enthaltenen Ermächtigung der Kommission, Durchführungsmaßnahmen zur einheitlichen Anwendung der in den Absätzen 1-9 enthaltenen Grundsätze zu erlassen; ausdrücklich wird die Vereinheitlichung im Kommissionsvorschlag vom 19.11.2002, KOM(2002)625 endg. begründet (Begründung S. 30): „Eines der Hauptziele dieser Überarbeitung bestand darin, eine klare und rechtsverbindliche Anleitung für die Umsetzung dieser Grundprinzipien zu ermöglichen. Zu diesem Zweck sieht die Bestimmung die Festlegung gemeinsamer Wohlverhaltensregeln im Wege des Komitologieverfahrens vor.“

<sup>1167</sup> Im Kommissionsvorschlag war ursprünglich eine entsprechende Regelung direkt bei den Wohlverhaltenspflichten vorgesehen (Art. 18 Abs. 11 und 12 des Kommissionsvorschlags): „Die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats sorgt dafür, dass die sich aus dieser Bestimmung ergebenden Verpflichtungen und die detaillierten Durchführungsmaßnahmen ... von den Wertpapierhäusern eingehalten werden, wenn sie Dienstleistungen in anderen Mitgliedstaaten erbringen“. Entsprechend den Ausführungen des Rates im Gemeinsamen Standpunkt (EG) Nr. 9/2004 vom 08.12.2003, ABl. EU vom 09.03.2004, C60 E/48, ist die Frage der Kontrolle nun allgemein in Art. 32 geregelt: „Die Frage der Kontrolle durch den Herkunfts- bzw. den Aufnahmemitgliedstaat wird in Art. 32 behandelt. Aus diesem Grund wurde Artikel 18 Absätze 11 und 12 des Kommissionsvorschlags nicht in Artikel 19 des Gemeinsamen Standpunkts aufgenommen.“

In der Begründung des Richtlinienvorschlags, S. 28, schien lediglich eine Kontrolle durch das Herkunftsland vorgesehen zu sein: „... klarzustellen, dass Wertpapierhäuser, die ungehindert Dienstleistungen in anderen Mitgliedstaaten erbringen, lediglich der Kontrolle der Aufsichtsbehörde ihres Herkunftslandes unterliegen.“

<sup>1168</sup> Art. 32 Abs. 7 S.1 ISD2.

<sup>1169</sup> Art. 32 Abs. 8 ISD2.

<sup>1170</sup> Art. 57 ISD2: Demnach kann die zuständige Behörde des Aufnahmestaates bei einem Ersuchen um Überprüfung vor Ort durch die Aufsichtsbehörde eines Herkunftsstaates die Ermittlungen entweder selbst vornehmen, der ersuchenden Behörde die Durchführung der Ermittlung gestatten oder Sachverständigen die Durchführung der Ermittlung übertragen.

<sup>1171</sup> Inwieweit hinsichtlich den bei dieser Lösung zu erwartenden Problemen durch die Schaffung einer europaweiten Aufsichtsbehörde für den Finanzdienstleistungsbereich abgeholfen werden könnte, siehe den abschließenden § 10 Ausblick.

(iii) Ausweitung des Anwendungsbereichs

Die Richtlinie weitet außerdem das Spektrum der Wertpapierdienstleistungen, für die eine Zulassung auf europäischer Ebene vorgeschrieben ist, aus, indem sie insbesondere die Anlageberatung aufnimmt und präzisiert, welche Nebendienstleistungen Wertpapierhäuser erbringen können. Ausdrücklich als Nebendienstleistungen anerkannt werden die Finanzanalyse und Anlageforschung, womit diese, wenn sie zusammen mit Wertpapierdienstleistungen erbracht werden, den Richtlinienbestimmungen zu Interessenkonflikten und Wohlverhaltensregeln unterliegen (Anhang I Abschnitt B Abs. 5 ISD2).<sup>1172</sup>

Des Weiteren werden nunmehr auch Warenderivate als Finanzinstrumente qualifiziert, soweit sie diesen unter aufsichtsrechtlichen Aspekten vergleichbar sind (Anhang I Abschnitt C Abs. 4 und 6 ISD2).

(iv) Interessenkonflikte

Die Entwicklung des Allfinanzgeschäfts, d.h. das immer größere Spektrum von Tätigkeiten, die viele Wertpapierfirmen gleichzeitig ausführen, hat das Potenzial für Interessenkonflikte zwischen diesen verschiedenen Tätigkeiten und den Interessen der Kunden erhöht.<sup>1173</sup> Daher war es erforderlich, weitergehende Bestimmungen vorzusehen, die sicherstellen, dass solche Konflikte die Interessen der Kunden nicht beeinträchtigen. Dabei ist insbesondere zu begrüßen, dass der Umgang mit Interessenkonflikten nunmehr einem klar strukturierten zweistufigen Verfahren unterworfen ist, demzufolge zunächst die Vermeidung von Interessenkonflikten auf organisatorischem Wege anzustreben ist (Art. 18 Abs. 1 ISD2). Sollte jedoch der Interessenkonflikt nicht vermeidbar sein, so hat die Wertpapierfirma dem Kunden den Interessenkonflikt zu offenbaren (Art. 18 Abs. 2 ISD2).

(v) Interessenwahrungspflicht

Die ISD2 stellt in Art. 19 Abs. 1 zunächst den grundlegenden Charakter der Interessenwahrungspflicht, der für die in den Absätzen 2-8 folgenden einzelnen Wohlverhaltenspflichten maßgeblich ist, ausdrücklich heraus.<sup>1174</sup>

(vi) Werbung/Kontaktanbahnung

Nach Art. 19 Abs. 2 ISD2 müssen alle Informationen, insbesondere Marketing-Mitteilungen, die die Wertpapierfirma an Kunden oder potenzielle Kunden richtet, redlich, eindeutig und nicht irreführend sein. Überdies müssen Marketing-Mitteilungen eindeutig als solche erkennbar sein. Damit haben nun auch Kontakthanbungsvorschriften Eingang in die europäischen Wohlverhaltensregeln gefunden; diese waren in der alten ISD noch nicht enthalten.

---

<sup>1172</sup> Zur bereits weitergehenden Regelung des § 34b WpHG in Deutschland, demzufolge die Wohlverhaltensregeln des WpHG auf Finanzanalysten Anwendung finden, gibt es vielfältige Literatur: MEYER, AG 2003, S. 610ff., SCHLÖBER, BKR 2003, S. 404, 405ff., VON KOPP-COLOMB, WM 2003, S. 609ff. und PFÜLLER/WAGNER, WM 2004, S. 253ff.

<sup>1173</sup> Erwägungsgrund 29 ISD2.

<sup>1174</sup> Art. 19 Abs. 1 ISD2: „Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass eine Wertpapierfirma bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen ... für ihre Kunden ehrlich, redlich und professionell *im bestmöglichen Interesse ihrer Kunden* handelt und insbesondere den Grundsätzen der Absätze 2-8 genügt.“

#### (vii) Aufklärung

Entsprechend der im 1. Teil entwickelten Systematik trennt die neue Richtlinie klar zwischen Aufklärung, Beratung, Warnung und Erkundigung. Im Bereich der Aufklärung, der in Art. 19 Abs. 3 ISD2 geregelt ist, obliegt es den Wertpapierfirmen, Kunden und potenziellen Kunden standardisierte Informationen (a) zur Firma und den angebotenen Dienstleistungen, (b) den Finanzinstrumenten samt allgemeiner Risikoaufklärung, (c) den Ausführungsplätzen und (d) den Kosten und Nebenkosten zur Verfügung zu stellen. Diese Angaben sollen es den Kunden ermöglichen, die allgemeinen Risiken der angebotenen Wertpapierdienstleistungen bzw. Finanzinstrumente zu verstehen und „somit auf informierter Grundlage Anlageentscheidungen treffen“ zu können.

#### (viii) Erkundigung

Gemäß Art. 19 Abs. 4 und 5 ISD2 muss eine Wertpapierfirma grundsätzlich Informationen über die Kenntnisse und Erfahrung des (potenziellen) Kunden im Anlagebereich in Bezug auf den speziellen Produkttyp oder den speziellen Typ der Dienstleistung einholen, um beurteilen zu können, ob die in Betracht gezogenen Wertpapierdienstleistungen und Finanzinstrumente bzw. Produkte für den Kunden geeignet sind. Erbringt die Wertpapierfirma Anlageberatung oder Portfolio-Management und spricht daher Empfehlungen für bestimmte Dienstleistungen bzw. Produkte aus, sind zusätzliche Erkundigungen hinsichtlich der finanziellen Verhältnisse und der Anlageziele vorgeschrieben.<sup>1175</sup>

#### (ix) Warnung

Aber auch für den Fall, dass Portfolio-Management bzw. umfassende Anlageberatung nicht Teil der Dienstleistung ist, sind die Wertpapierfirmen gehalten, den (potenziellen) Kunden – zumindest in standardisierter Form – zu warnen, sollte sich aufgrund der Ergebnisse der Erkundigungen herausstellen, dass ein Produkt oder eine Dienstleistung für den Kunden nicht geeignet ist.<sup>1176</sup> Sollte der Kunde sich weigern, Angaben zu seinen Kenntnissen und Erfahrung im Anlagebereich zu machen, muss die Wertpapierfirma den Kunden warnen, dass es ihr dadurch nicht möglich ist, die Geeignetheit des in Betracht gezogenen Produkts zu beurteilen.<sup>1177</sup>

#### (x) Beratung

Die Beratungsleistung selbst ist auch in der neuen ISD nicht weiter geregelt. Dies könnte zu Problemen führen: Bei ordnungsgemäßer Einholung der Informationen zur Beurteilung von Kenntnisstand, finanziellen Verhältnissen und Anlagezielen des Kunden, liegen lediglich die Voraussetzungen für eine den Bedürfnissen des Kunden entsprechende Empfehlung vor. Ob die Wertpapierfirma eine solche bedarfsgerechte Empfehlung tatsächlich ausspricht, ist damit aber noch nicht gewährleistet. Es ist zu hoffen, dass dieser Bereich im Rahmen der Durchführungsmaßnahmen noch etwas genauer ausgeleuchtet werden wird.

---

<sup>1175</sup> Art. 19 Abs. 4 ISD2.

<sup>1176</sup> Art. 19 Abs. 5 S. 2f. ISD2.

<sup>1177</sup> Art. 19 Abs. 5 S. 4f. ISD2.

(xi) Execution only

Eine Wertpapierfirma ist bei der Erbringung einer Wertpapierdienstleistung von den Erkundigungs- und Warnpflichten befreit, wenn dabei kumulativ die folgenden Bedingungen erfüllt sind:<sup>1178</sup>

- (a) Es handelt sich um Aktien an einem geregelten Markt, Geldmarktinstrumente, Schuldverschreibungen, OGAW und andere nicht komplexe Finanzinstrumente,
- (b) die Dienstleistung wird auf Veranlassung des Kunden erbracht,
- (c) der Kunde wurde – zumindest in standardisierter Form – eindeutig darüber informiert, dass er den Schutz der Erkundigungs- und Warnpflichten nicht genießt und
- (d) die Auflagen zur Vermeidung von Interessenkonflikten werden befolgt.

Damit ist der akademische Streit über die Zulässigkeit des *execution only*-Geschäfts entschieden: Unter strengen Kautelen und nur für nicht komplexe Finanzinstrumente ist *execution only* zulässig.

(xii) Dokumentationspflichten

Die bereits in der alten ISD ansatzweise enthaltenen Dokumentationspflichten werden in der neuen ISD2 detaillierter ausgestaltet. Ein besonderes Augenmerk gilt der Kostentransparenz. Die Wertpapierfirma hat demnach eine Aufzeichnung zu erstellen, die die Vereinbarungen mit dem Kunden enthält, in denen die Rechte und Pflichten der Parteien sowie die sonstigen Bedingungen der Dienstleistung festgelegt wird.<sup>1179</sup> Darüber hinaus muss die Wertpapierfirma dem Kunden in geeigneter Form über die erbrachten Dienstleistungen Bericht erstatten.<sup>1180</sup> Auch hier wird nochmals betont, dass die Kosten der durchgeführten Geschäfte und der erbrachten Dienstleistungen nach Möglichkeit aufgeführt werden sollten.

(xiii) Best and timely execution

Unter die bereits in der Richtlinie selbst detailliert geregelten Vorschriften fällt auch die Verschärfung der Pflicht zur "bestmöglichen Ausführung" (*best execution*), d.h. genauere Regeln, um zu gewährleisten, dass Wertpapierhäuser Aufträge in der für den Kunden günstigsten Weise ausführen.<sup>1181</sup> Dies soll zwar hauptsächlich, aber nicht nur die Anlegerinteressen schützen, sondern aufgrund der Tatsache, dass die Handelsplattformen mit den niedrigsten Kosten mit einem größeren Handelsvolumen für ihre Effizienz belohnt werden, auch die Markteffizienz steigern.

Auch detaillierte Vorschriften zur (zeitnahen) Bearbeitung von Kundenaufträgen finden sich direkt in der Richtlinie.<sup>1182</sup>

*h) FESCO-CESR HARMONISIERUNG DER WOHLVERHALTENSREGELN*

FESCO-CESR hat noch unter dem Dach der Vorläuferorganisation FESCO – quasi an der Europäischen Kommission vorbei – ein umfangreiches Projekt zur Harmonisierung der Wohlverhaltensregeln angestoßen, das im Jahr 2002 nach mehreren langwierigen Beratungsrunden mit den betroffenen Unternehmen, Lobby- und Verbraucherverbänden zur Veröffentlichung eines „*European Regime for Investor Protection*“, eines detaillierten

---

<sup>1178</sup> Art. 19 Abs. 6 ISD2.

<sup>1179</sup> Art. 19 Abs. 7 S. 1 ISD2.

<sup>1180</sup> Art. 19 Abs. 8 S. 1 ISD2.

<sup>1181</sup> Art. 21 ISD2; dazu auch LEVIN, S. 1.

<sup>1182</sup> Art. 22 ISD2.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

Katalogs von Verhaltenspflichten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, führte.<sup>1183</sup> Nachdem nun die Kommission nach Art. 19 Abs. 10 S. 1 i.V.m. Art. 64 Abs. 2 ISD2 gehalten ist, gemeinsam mit Experten aus den Mitgliedstaaten Durchführungsbestimmungen zu den Wohlverhaltenspflichten zu erarbeiten, ist zu erwarten, dass die durch CESR entwickelten detaillierten Wohlverhaltensregeln diese Durchführungsbestimmungen maßgeblich beeinflussen werden.

CESR hat zwei unterschiedliche Pflichtenregimes erstellt, zum einen für den Umgang mit Privatanlegern (das sogenannte *“retail regime“*), zum anderen für die Geschäfte mit professionellen Anlegern (das sogenannte *“professional regime“*).<sup>1184</sup> Verpflichtet werden ausdrücklich nicht nur die von der bisherigen ISD regulierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen, sondern auch sogenannte *non-ISD firms* wie beispielsweise Händler von Warenderivaten.<sup>1185</sup>

Dem zuerst publizierten *retail regime* ist eine Liste mit Definitionen vorangestellt, die auch für das *professional regime* Geltung finden.

Die Pflichtenkataloge sind in allgemeine Prinzipien (*standards*) und detailliertere Regeln (*rules*) unterteilt.<sup>1186</sup>

Im *retail regime* finden sich neben den bereits bekannten Grundprinzipien wie der allgemeinen Interessenwahrungspflicht<sup>1187</sup>, transaktionsbezogenen Organisationspflichten und Kommunikationspflichten (Aufklärung sowohl bezüglich des Unternehmens als auch hinsichtlich der Finanzinstrumente; Erkundigung und Beratung) auch ausführliche Vorschriften zu Werbemaßnahmen<sup>1188</sup> und *cold calling*<sup>1189</sup>. Eine ausdrückliche Regelung des *execution only*-Geschäft<sup>1190</sup> ist ebenso enthalten wie genaue Dokumentationsvorschriften<sup>1191</sup>.

Am Ende des Dokuments befinden sich besondere Pflichtenätze für Dienstleistungen im Zusammenhang mit Derivatehandel<sup>1192</sup> bzw. *portfolio management*<sup>1193</sup>.

#### i) ERGEBNIS UND BEWERTUNG

Durch die neue Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und die begleitenden Arbeiten von CESR zur Harmonisierung der *Conduct of Business Rules* werden die gravierendsten Störfaktoren im Bereich der vertriebsbezogenen Wohlverhaltenspflichten beseitigt. Die CESR-Verhaltenspflichten sind zwar noch weit von der Detailliertheit des britischen FSA Handbook entfernt, statuieren aber zweifellos mehr als bloße Grundprinzipien wie noch die ersten

---

<sup>1183</sup> Interessant ist, dass im Rahmen des Konsultationsprozesses verschiedene Verbände auf die Gefahr von Wettbewerbsverzerrungen bei der Umsetzung der FESCO-Vorschläge gegenüber den Versicherungen als Anbietern ähnlicher Finanzprodukte hingewiesen haben. Diese seien solchen Verhaltensregeln nämlich nicht unterworfen, was ihnen einen Wettbewerbsvorteil verschaffe – siehe z.B. FEFSI's Stellungnahme zu dem FESCO/CESR-Konsultationspapier (Inventory of Comments received during the public consultation on the FESCO Consultative Paper on Conduct of Business Rules, Juni 2001), S. 22.

<sup>1184</sup> CESR: “A European Regime of Investor Protection – The Harmonization of Conduct of Business Rules“, April 2002 und “A European Regime of Investor Protection – The Professional and the Counterparty Regimes“, Juli 2002, die Internetfundstellen finden sich in der Webographie.

<sup>1185</sup> Fußnote 1 der Einleitung zum *retail regime*; diese Unternehmen sind mit Inkrafttreten der ISD2 ohnehin vom Anwendungsbereich der Wohlverhaltensregeln erfasst.

<sup>1186</sup> Dabei sind *standards* und *rules* gemeinsam fortlaufend nummeriert.

<sup>1187</sup> Standards 1-4.

<sup>1188</sup> Regeln 29-30.

<sup>1189</sup> Standard 18, Regeln 19-24.

<sup>1190</sup> Regel 77.

<sup>1191</sup> Standards 55-57 und 78-79.

<sup>1192</sup> Standard 85, Regeln 86-90.

<sup>1193</sup> Standards und Regeln 116-140.



Wohlverhaltenspflichten der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie. Sollten diese Regelkataloge von der Kommission und dem ESC bei den im Komitologie-Verfahren zu erlassenden Durchführungsbestimmungen tatsächlich weitestgehend übernommen werden, hätte die Europäische Union für ihren Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen immerhin eine Regelungsdichte erreicht, die den *Core Conduct of Business Rules* des britischen FSAct 1986 nahe kommen.<sup>1194</sup>

Leider ist die Problematik der Kundenkategorisierung nicht vollständig entschärft, da es im Hinblick auf die Begriffe Gegenpartei und professioneller Kunde an einer klaren Abgrenzung mangelt.

Außerdem entsteht mit der Vollharmonisierung der Wohlverhaltenspflichten unabhängig vom Kundentypus ein neues Problem bei der Durchsetzung dieser Pflichten: Zwar sind die Wertpapierdienstleister bei der grenzüberschreitenden Dienstleistungserbringung nicht mehr mit einer Vielzahl von unterschiedlichen Vertriebsregeln konfrontiert und auch für die Kunden hat die Verwirrung aufgrund von teilweise stark divergierenden nationalen Regeln ein Ende. Welche Aufsichtsbehörde jedoch für die Durchsetzung der weitgehend harmonisierten Pflichten im Einzelfall zuständig sein wird und wie die von der Richtlinie vorgesehene Zusammenarbeit in der Praxis funktionieren soll, ist unklar. Kompetenzgerangel statt effektiver Überwachung wird wahrscheinlich die Konsequenz dieser fehlenden Präzisierung sein.

## 2. VERSICHERUNGSGESELLSCHAFTEN UND VERSICHERUNGSVERMITTLER

Auch im Versicherungssektor sind europaweite Verhaltenspflichten im Rahmen des Vertriebs von Versicherungen eingeführt worden – dies allerdings in fragmentierter und nicht konsistenter Form.<sup>1195</sup>

### a) VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN; EU-VERSICHERUNGSRICHTLINIEN

Durch die 3. Generation der Versicherungs-Richtlinien Schaden und Leben<sup>1196</sup> wurden die vorher gültigen staatlichen Produktregulierungen in verschiedenen kontinentaleuropäischen Ländern wie Frankreich oder Deutschland auf ein Mindestmaß reduziert. Dadurch sollte die Vielfalt der angebotenen Versicherungen ansteigen und eine besser auf die individuellen Bedürfnisse des einzelnen Kunden abgestimmte und damit ökonomisch positive Versorgung erreicht werden. Die Abschaffung der staatlichen Produktkontrolle sollte durch eine Steigerung der Vertriebsqualität kompensiert werden.<sup>1197</sup> Daher tauchen auch in der 3. Generation der Versicherungs-Richtlinien im Gegensatz zu den ersten beiden Richtliniengenerationen erste Informationspflichten auf, die allerdings nicht sehr weitgehend sind:

---

<sup>1194</sup> Bezeichnenderweise werden die beiden Pflichtenkataloge auf Englisch *Core Conduct of Business Rules* genannt.

<sup>1195</sup> Die Monographie von SCHMIDT setzt sich ausführlich mit den drei Richtliniengenerationen Schaden und Leben auseinander, S. 37-112.

<sup>1196</sup> RL 92/49 EWG vom 18.06.1992 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften für die Direktversicherung (mit Ausnahme der Lebensversicherung) sowie zur Änderung der Richtlinien 73/239/EWG und 88/357/EWG, ABl. EG L 228/1 vom 1992 – im Folgenden 3. RL Schaden; RL 92/96/EWG vom 10.11.1992 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften für die Direktversicherung (Lebensversicherung) sowie zur Änderung der Richtlinien 79/267/EWG und 90/619/EWG, ABl. EG L 360/1 vom 1992.

<sup>1197</sup> Unter der Kurzformel „Ersetzung von Produktschutz durch Beratungsschutz“ wird dies diskutiert bei BAUMANN, VersR 1996, S. 1, 5ff.; TAUPITZ in BASEDOW (LEBENSVERSICHERUNG), S. 105, 109; ders., VersR 1995, S. 1125ff.; WERBER, ZVersWiss 1994, S. 321, 322, 333; MÜLLER, S. 29ff.; BASEDOW in SCHWINTOWSKI (DEREGULIERUNG), S. 23, 31.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

In beiden RL werden Versicherungsunternehmen gewisse Informationspflichten auferlegt; die Normierung erfolgt in beiden Fällen jeweils in Art. 31, wobei die Vorschriften der 3. Lebensversicherungs-RL erheblich weitreichender sind.<sup>1198</sup> Diese Informationspflichten betreffen allerdings lediglich Informationen zum Inhalt des abzuschließenden Versicherungsvertrages, die das Versicherungsunternehmen dem Versicherungsnehmer zukommen lassen muss. Besondere Verhaltenspflichten im Umgang mit dem Versicherungsnehmer als Kunden beim Vertrieb der Versicherungen werden nicht normiert, so dass eine detaillierte Beschreibung dieser Informationspflichten hier unterbleiben soll.<sup>1199</sup>

#### *b) VERSICHERUNGSVERMITTLUNG*

##### *(i) Erste europäische Maßnahmen*

Eine erste Richtlinie des Rates zu Versicherungsvertretern und –maklern<sup>1200</sup> und eine Empfehlung der Kommission über Versicherungsvermittler<sup>1201</sup> trafen neben vage gehaltenen Aussagen, dass Vermittler zuverlässig sein sollen<sup>1202</sup>, keine Ausführungen über Informations- oder andere Verhaltenspflichten im Umgang mit den Kunden und sind daher für diese Untersuchung nicht weiter relevant.<sup>1203</sup>

Nachdem Ziel dieser ersten Richtlinie lediglich der gegenseitige Marktzugang gewesen war, lag die Betonung der Empfehlung auf dem Versicherungsnehmerschutz.<sup>1204</sup> Die Empfehlung forderte die Mitgliedstaaten dazu auf, substantielle Regeln bezüglich Zulassung, Registrierung und Berufsausübung zu erlassen. Im Gegensatz zur Richtlinie wurde eine eindeutige Unterscheidung zwischen abhängigen und unabhängigen Versicherungsvermittlern als notwendig erachtet. Demnach sollten Versicherungsvermittler weitreichenden Aufklärungspflichten bezüglich bestehender Abhängigkeiten unterworfen werden.<sup>1205</sup>

##### *(ii) Versicherungsvermittlungs-RL 2002/92/EG*

Die Ende 2002 verabschiedete Versicherungsvermittlungsrichtlinie (IMD)<sup>1206</sup> hat zum Ziel, nach den bisherigen unvollständigen Harmonisierungsmaßnahmen EU-weite

---

<sup>1198</sup> Zu der in Deutschland im Rahmen der Umsetzung strittigen Frage, ob die Informationsregeln aufsichtsrechtlicher oder privatrechtlicher Natur sind, siehe die Ausführungen unter § 8 II.

<sup>1199</sup> Für eine umfangreiche Darstellung der Informationspflichten in der 3. Generation der Versicherungsrichtlinien siehe GRUNDMANN (SCHULDVERTRAGSRECHT), S. 801ff., insbesondere S. 872ff.

<sup>1200</sup> Richtlinie 77/92/EWG des Rates vom 13.12.1976 über Maßnahmen zur Erleichterung der tatsächlichen Ausübung der Niederlassungsfreiheit und des freien Dienstleistungsverkehrs für die Tätigkeiten des Versicherungsagenten und des Versicherungsmaklers, ABl. EG Nr. L/26/14 vom 31.01.1977; dazu ausführlich DEVINE, S. 9ff.

<sup>1201</sup> Empfehlung 92/48/EWG der Kommission vom 18.12.1991 über Versicherungsvermittler, ABl. EG Nr. L19/32 vom 28.01.1992; Ausführlich dazu: KRAUSS in BASEDOW (LEBENSVERSICHERUNG), S. 127, 130ff.; ABRAM, VersR 1998, S. 551, 552.

<sup>1202</sup> Vgl. Art. 10 Richtlinie 77/92 (zum Umgang mit nationalen Bestimmungen hinsichtlich eines „Zuverlässigkeitsnachweises“) und Art. 4 Abs. 4 Empfehlung 92/48 („guter Leumund“).

<sup>1203</sup> Für eine ausführliche Beschreibung siehe beispielsweise PEARSON in HÜBNER (BERUFSREGELUNG), S. 73ff.; ABRAM, ZVersW 2003, S. 459, 460; neuerdings SCHMIDT, S. 117ff.

<sup>1204</sup> PEARSON in HÜBNER (BERUFSREGELUNG), S. 73, 88.

<sup>1205</sup> Art. 3 der Empfehlung; vgl. auch HAGENA in BASEDOW (BERATUNG), S. 35ff., zu dem in Deutschland gescheiterten Versuch der Umsetzung der Empfehlung in BR-Drucksache 517/97 vom 09.07.1997, durch den über die Empfehlung hinausgehende umfangreiche zivilrechtliche Aufklärungs- und Beratungspflichten gesetzlich normiert werden sollten – dazu ausführlich unter § 8 II. 2. a) bei Fn. 600.

<sup>1206</sup> Richtlinie 2002/92/EG vom 09.12.2002 über Versicherungsvermittlung, ABl. EG L 9/3 vom 15.01.2003; im Folgenden wird die im englischen Sprachgebrauch aus der Bezeichnung Insurance Mediation Directive gezogene Abkürzung IMD verwendet, auch weil die im Deutschen regelmäßig in der Literatur verwendete Bezeichnung Versicherungsvermittler-Richtlinie begrifflich ungenau ist.

Berufszulassungs- und -ausübungsregeln für Versicherungsvermittler zu schaffen.<sup>1207</sup> Europaweite Mindeststandards in diesem Bereich wurden nach der Deregulierung der Produktkontrollvorschriften mit der 3. Richtliniengeneration zur Verbesserung der Vertriebsqualität für notwendig erachtet.<sup>1208</sup>

Die Richtlinie beschreibt die Versicherungsvermittlung als „das Anbieten, Vorschlagen oder Durchführen anderer Vorbereitungsarbeiten zum Abschließen von Versicherungsverträgen oder das Abschließen von Versicherungsverträgen oder das Mitwirken bei deren Verwaltung und Erfüllung, insbesondere im Schadenfall.“<sup>1209</sup> Dabei wird zwischen unabhängigem Makler und abhängigem Vertreter nicht unterschieden.<sup>1210</sup> Aus nicht nachvollziehbaren Gründen sind allerdings aus dem Geltungsbereich der IMD Versicherungsunternehmen selbst ausgenommen.<sup>1211</sup> Auch für den Direktvertrieb von Versicherungen durch die Versicherungsunternehmen selbst müssten die beiden angeführten Argumente Gleichbehandlung aller Vertriebsakteure und Kundenschutz nämlich gleichermaßen gelten.<sup>1212</sup>

Anders als im britischen Recht oder in den vorangegangenen versicherungsrechtlichen Richtlinien wird zwischen Lebens- und Nichtlebensversicherungen nicht unterschieden. Auch eine Kategorisierung der Kunden wird grundsätzlich nicht vorgenommen, obwohl gerade in Bezug auf die Verhaltenspflichten der Informationsbedarf eines Unternehmens, das sich gegen gewerbliche und industrielle Risiken versichern will, als geringer angesehen wird<sup>1213</sup> und daher die für den Umgang mit Privatkunden geltenden Auskunftsvorschriften weder bei der Vermittlung von Versicherungen für Großrisiken noch bei der Rückversicherungsvermittlung beachtet werden müssen.<sup>1214</sup>

### (iii) Verhaltenspflichten in der IMD

Neben allgemeinen Registrierungs- und Ausbildungspflichten werden in der IMD auch Verhaltenspflichten für Versicherungsvermittler normiert. Diese sind weitaus präziser als die sehr vagen Vorschriften der ISD im Wertpapierbereich, bleiben aber hinter den detaillierten CESR-Verhaltensregeln für Wertpapiergeschäfte zurück. Die Bestimmtheit der IMD-Verhaltenspflichten wird den Mitgliedstaaten bei der Umsetzung keinen großen Spielraum geben – dies mag auch eine Folge der im Bereich der Wertpapiergeschäfte gemachten negativen Erfahrungen mit zu biegsamen Regeln sein. In Bezug auf das Berufsbild des

---

<sup>1207</sup> Einen allgemeinen Überblick über die Bestimmungen der IMD (noch bezogen auf den von der Kommission vorgelegten Vorschlag) bieten KOBAN, VR 2000, S. 105f. und ABRAM, NVersZ 2001, S. 49ff., die allerdings nicht näher auf die in der Richtlinie normierten Verhaltenspflichten eingehen.

<sup>1208</sup> So ist beispielsweise die Versicherungsvermittlung in Deutschland bisher ein weitgehend unreglementierter und nur durch Zivilrechtsprechung bestellter Bereich. Dies mag daran liegen, dass in Deutschland die meisten Versicherungsvermittler *tied agents* der Versicherungsgesellschaften sind und ihr Verhalten ohnehin den Gesellschaften zugerechnet wird. Berufsausübungsregelungen sind hingegen gerade nach der Deregulierung der Produktkontrollvorschriften immer wieder von der Literatur eingefordert worden – siehe dazu statt aller: TAUPITZ in BASEDOW (LEBENSVERSICHERUNG), S. 105, 114ff.

<sup>1209</sup> Art. 2 Nr. 3, Satz 1 IMD.

<sup>1210</sup> Erwägungsgrund 8 IMD: „Versicherungsprodukte können von verschiedenen Kategorien von Personen oder Einrichtungen wie Versicherungsagenten, Versicherungsmaklern und „Allfinanzunternehmen“ vertrieben werden. Aus Gründen der Gleichbehandlung all dieser Akteure und des Kundenschutzes sollte sich diese Richtlinie auf all diese Personen oder Einrichtungen beziehen.“

<sup>1211</sup> Art. 2 Nr. 3, Satz 2 IMD bestimmt ausdrücklich, dass nicht als Versicherungsvermittlung im Sinne der Richtlinie gelten soll, wenn diese Tätigkeiten „von einem Versicherungsunternehmen oder einem Angestellten eines Versicherungsunternehmens, der unter der Verantwortung des Versicherungsunternehmens tätig wird, ausgeübt werden.“

<sup>1212</sup> Vgl. dazu die allgemeinen Ausführungen in § 5 II. 2. .

<sup>1213</sup> Erwägungsgrund 21 IMD.

<sup>1214</sup> Art. 12 Abs. 4 IMD.

Versicherungsvermittlers in Deutschland werden diese neuartigen Verhaltenspflichten die schwerwiegendsten Auswirkungen haben.<sup>1215</sup>

#### *(1) Interessenwahrungspflicht*

Eine allgemeine Interessenwahrungspflicht des Versicherungsvermittlers gegenüber seinen Kunden wie sie beispielsweise in der ISD für Wertpapierdienstleister etabliert ist, ergibt sich nicht ausdrücklich aus der Richtlinie. Allerdings ist mit der Verpflichtung aller Vermittler, die Gründe für jede Versicherungsempfehlung zu erläutern und bei jeder Empfehlung die Kundenwünsche und -bedürfnisse zu berücksichtigen, ein wichtiger Teilbereich der Interessenwahrungspflicht ausdrücklich geregelt.<sup>1216</sup>

#### *(2) Aufklärungspflichten*

Die IMD normiert in Art. 12 detailliert die vom Versicherungsvermittler zu erteilenden Auskünfte. Demnach muss ein Versicherungsvermittler dem Kunden vor Abschluss jedes ersten Versicherungsvertrags zumindest folgende allgemeine Informationen zuteil werden lassen: Name und Anschrift, Registereintrag und Überprüfung desselben sowie wirtschaftliche Verknüpfungen mit Versicherungsunternehmen (zu nennen sind jedenfalls alle Beteiligungen von über 10%).<sup>1217</sup> Außerdem muss er über Beschwerdeverfahren und Möglichkeiten außergerichtlicher Streitbeilegung informieren.<sup>1218</sup>

Bezüglich des angebotenen Vertrags selbst trifft ihn die Verpflichtung, mitzuteilen, ob er unabhängig oder als abhängiger Vermittler tätig ist und daher vertraglich verpflichtet ist, Versicherungsvermittlungsgeschäfte nur mit einem oder mehreren Versicherungsunternehmen zu tätigen. Wenn er grundsätzlich unabhängig ist, ist er entweder „verpflichtet, seinen Rat auf eine Untersuchung von auf dem Markt angebotenen Versicherungsverträgen zu stützen, so dass er gemäß fachlichen Kriterien eine Empfehlung dahingehend abgeben kann, welcher Versicherungsvertrag geeignet wäre, die Bedürfnisse des Kunden zu erfüllen“<sup>1219</sup> oder gehalten, kundzutun, dass er seinen Rat nicht auf eine ausgewogene Untersuchung stützt.<sup>1220</sup> Im letzteren Fall wie auch bei abhängiger Tätigkeit muss der Vermittler auf Antrag des Kunden die Namen derjenigen Versicherungsunternehmen nennen, mit denen er Versicherungsvermittlungsgeschäfte tätigen darf bzw. tätig ist. Das Recht des Kunden, die Offenlegung der Versicherungsunternehmen, mit denen der Vermittler vertraglich gebunden ist, verlangen zu können, muss diesem kundgetan werden.<sup>1221</sup>

#### *(3) Erkundigungspflicht*

Eine Erkundigungspflicht des Versicherungsvermittlers ergibt sich implizit aus Art. 12 Abs. 3 IMD, und zwar sowohl für abhängige Vertreter als auch für unabhängige Makler. Demnach „hat der Versicherungsvermittler, insbesondere anhand der vom Kunden gemachten Angaben, zumindest dessen Wünsche und Bedürfnisse sowie die Gründe für jeden diesem zu einem bestimmten Versicherungsprodukt erteilten Rat genau anzugeben.“ Aus der Verpflichtung, die Wünsche und Bedürfnisse des Kunden und einen etwaigen Ratschlag mit Gründen versehen zu dokumentieren, folgt zwingend, dass der Versicherungsvermittler vom Kunden gewisse Informationen einholen muss. Ohne diese wäre er gar nicht in der Lage, die Wünsche und Bedürfnisse zu dokumentieren und einen adäquaten Versicherungsrat zu

---

<sup>1215</sup> BEENKEN, S. 14.

<sup>1216</sup> Erwägungsgrund 20 Satz 2 IMD.

<sup>1217</sup> Art. 12 Abs. 1 a)-d) IMD.

<sup>1218</sup> Art. 12 Abs. 1 e) IMD.

<sup>1219</sup> Art. 12 Abs. 2 a.E. IMD.

<sup>1220</sup> Art. 12 Abs. 1 S. 2 iii) IMD.

<sup>1221</sup> Art. 12 Abs. 1 S. 3 IMD.

erteilen. Es ist interessant, dass nach dem Wortlaut des Art. 12 Abs. 3 Satz 1 IMD die Erkundigung wohl grundsätzlich immer erforderlich sein soll („*zumindest dessen Wünsche und Bedürfnisse*“). Schutzwürdig in diesem Sinne kann allerdings nur der potentielle Versicherungsnehmer/Verbraucher sein, der diese Auskünfte nicht verweigert.<sup>1222</sup>

#### (4) Beratungspflicht

Auslegungsbedürftig ist insbesondere der Begriff der „objektiven Untersuchung“ in Art. 12 Abs. 2 IMD.<sup>1223</sup> Zwar könnte man aufgrund des Wortlauts denken, dass eine Pflicht zur ausgewogenen Beratung aufgrund einer „objektiven Untersuchung“ nur auf den unabhängigen Makler abzielt und entsprechend nur dieser gehalten ist, eine Empfehlung über einen Versicherungsvertrag abzugeben, der geeignet wäre, die Bedürfnisse des Kunden zu erfüllen. Art. 12 Abs. 3 IMD hingegen bezieht sich auf jeden Versicherungsvermittler, unabhängig von der Stellung als Makler oder Vertreter.<sup>1224</sup> Ist damit aber jeder Versicherungsvermittler verpflichtet, die Wünsche und Bedürfnisse des Kunden sowie jeden Versicherungsrat – mit Gründen versehen – zu dokumentieren, obliegt es auch jedem Versicherungsvermittler, eine für den potentiellen Versicherungsnehmer passende Absicherung anzubieten. Sähe man davon ab, würde es keinen Sinn machen, die Dokumentation der Kundenbedürfnisse und –wünsche sowie die des Rates an sich samt einer Begründung zu verlangen. Der abhängige Vertreter kann allerdings nur gehalten sein, unter den von ihm vertriebenen Angeboten das für den Versicherungsnehmer passendste herauszusuchen, während vom unabhängigen Makler nach Art. 12 Abs. 2 IMD eine ausgewogene Marktuntersuchung verlangt wird. Dies deckt sich insoweit mit den Erkenntnissen aus dem 2. Teil zu den abstrakt wünschenswerten Erfordernissen von Kommunikationspflichten im Bereich des Versicherungsvertriebs.<sup>1225</sup>

Die Tätigkeit von *execution only*-Vermittler, d.h. solchen Vermittlern, die lediglich den Versicherungsvertrag vermitteln, ohne eine Aufklärungs- bzw. Beratungsleistung zu erbringen, ist aufgrund von Art. 12 Abs. 3 IMD<sup>1226</sup> wohl mit gewisser Skepsis zu betrachten, wenngleich nicht ausdrücklich ausgeschlossen.<sup>1227</sup>

#### (5) Transaktionsbezogene Organisationspflichten

Umfassende *best execution*-Verpflichtungen wie im Wertpapiergeschäft gibt es im Bereich der Versicherungsgeschäfte naturgemäß nicht; in der Versicherungsvermittlungs-RL finden sich aber detaillierte Aufzeichnungs- und Dokumentationspflichten. Demnach sind alle vom

---

<sup>1222</sup> Dieser Argumentation folgt auch der europäische Dachverband der Versicherungsvermittler BIPAR, der in einer Stellungnahme zum IMD-Vorschlag der Kommission meint, dass die Bedürfnisse des Kunden nicht eingeschätzt werden können, wenn der Kunde den Vermittler nicht mit den notwendigen Informationen versorgt – BIPAR Position Paper on the proposal for a Directive on Insurance Mediation (IMD), February 2001, S. 7.

<sup>1223</sup> So auch BEENKEN, S. 15; eine nähere Bestimmung fordern u.a. SCHMIDT, S. 233, und ABRAM, NVersZ 2001, S. 49, 52.

<sup>1224</sup> So ausdrücklich Erwägungsgrund 20 Satz 2: „Außerdem sollten alle Vermittler die Gründe für ihren Vorschlag erläutern.“; in diesem Sinne auch MENSCHING, S. 148f., noch zum Richtlinienvorschlag.

<sup>1225</sup> Siehe dazu ausführlich § 5 II. 1. .

<sup>1226</sup> Jedenfalls Erkundigung ist immer erforderlich, siehe dazu den vorherigen Absatz.

<sup>1227</sup> Im Einklang mit den Ergebnissen der abstrakten Untersuchung im 2. Teil unter § 7 IV. 3. d) , ist auch hier ebenso wie bei den *execution only*-Brokern eine grundsätzliche Beratungspflicht nicht anzunehmen – die Umsetzung sollte dies klarstellen. Ganz dezidiert wie hier und gar ohne Einschränkung, dass ein Einholen der Kundensituation in jedem Fall erforderlich ist, SCHWINTOWSKI in BECKMANN/MATUSCHKE-BECKMANN, S. 853, 859: „Der Kunde kann ... den Wunsch haben, gar nicht beraten werden zu wollen (*execution only*). ... In einer solchen Situation sind Versicherer oder Vermittler nicht verpflichtet, dem Kunden eine Aufklärung oder Beratung aufzudrängen, die dieser gar nicht wünscht.“; kritisch hingegen zur Möglichkeit des Informations- und Beratersverzichts im Hinblick auf die Umsetzung der IMD in Deutschland WERBER, ZfW 2004, S. 419, 423

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

Versicherungsvermittler gegenüber dem Kunden zu leistenden Auskünfte aus Art. 12 IMD, d.h. sowohl die allgemeinen Informationen zu Adresse und Registrierung als auch die auf Kundenwünschen und –bedürfnissen basierenden Empfehlungen grundsätzlich vor Abschluss eines Versicherungsvertrages schriftlich zu erteilen.<sup>1228</sup> Diese Aufzeichnungspflichten, denen Versicherungsvermittler schon im ersten Kommissionsentwurf für die IMD unterworfen sein sollten, haben von Seiten der berufsständischen Vereinigungen erbitterten Widerstand erfahren.<sup>1229</sup> Die Anforderung sei weder sinnvoll noch praktikabel, da in den meisten Fällen die Abschlüsse dem klaren Willen des zu Versichernden entsprechen, so dass mit der Protokollierung des Kundenwillens mehr bürokratische Last als sinnvoller Verbraucherschutz erreicht werde.<sup>1230</sup> In der verabschiedeten Richtlinie ist die Dokumentationsverpflichtung leicht abgemildert worden, ohne den Grundinhalt zu verwässern. So ist eine schriftliche Dokumentation nicht mehr unbedingt erforderlich, eine rein mündliche Auskunft genügt auf Kundenwunsch oder bei Sofortdeckung.<sup>1231</sup> Grundsätzlich soll aber weiterhin eine schriftliche Dokumentation (auf einem „dauerhaften Datenträger“) in klarer, genauer und für den Kunden verständlicher Form erfolgen.<sup>1232</sup>

#### 3. VERHALTENSREGELN FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGEN IM FERNABSATZGESCHÄFT

Das Internet-Zeitalter hat insbesondere den Vertrieb von Finanzdienstleistungen revolutioniert<sup>1233</sup> und neben der ISD und der IMD zu weiteren Maßnahmen seitens der Europäischen Union geführt, die Auswirkungen auf die Regulierung des Verhalten der Finanzdienstleistungsunternehmen haben. Zu nennen sind hier die Richtlinie über den elektronischen Geschäftsverkehr (E-Commerce-RL)<sup>1234</sup> und die Richtlinie über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen (FDFA-RL).<sup>1235</sup>

Beide Richtlinien setzen Regeln für den Vertrieb von Finanzdienstleistungen mittels neuartiger Kommunikationstechnologien, ist diese Vertriebsart doch die für das grenzüberschreitende Angebot von Finanzdienstleistungen erfolgversprechendste.

##### *a) RICHTLINIE ÜBER DEN FERNABSATZ VON FINANZDIENSTLEISTUNGEN*

Eine erste sektorübergreifende europäische Gesetzgebungsmaßnahme speziell für den Finanzdienstleistungsbereich hat die Europäische Union im Jahr 2002 mit der Richtlinie über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher (FDFA-RL) angenommen.<sup>1236</sup>

##### *(i) Allgemeine Bestimmungen*

<sup>1228</sup> Art. 13 Abs. 1 a) i.V.m. Art. 12 IMD.

<sup>1229</sup> PULVERICH, Vers.Verm. 2001, S. 117, 120.

<sup>1230</sup> PULVERICH, a.a.O.

<sup>1231</sup> Art. 13 Abs. 2 Satz 1 IMD.

<sup>1232</sup> Art. 13 Abs. 1 a) und b) IMD; nach Art. 13 Abs. 1 c) IMD müssen die Auskünfte in einer Amtssprache des Mitgliedstaats, in dem die Verpflichtung eingegangen wird, gegeben werden; REIFF, VersR 2004, S. 142, 149, erhofft sich für die deutsche Umsetzung gar eine weitergehende Verpflichtung des Vermittlers, die Gründe für einen erteilten Rat zu dokumentieren, was seinerseits wiederum die Erkundigung nach Wünschen und Bedürfnissen des Kunden erforderlich mache.

<sup>1233</sup> Zum Wertpapierhandel im Internet vgl. die ausführliche Monographie von FLORIAN.

<sup>1234</sup> RL 2000/31/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2000 über bestimmte rechtliche Aspekte der Dienste der Informationsgesellschaft, insbesondere des elektronischen Geschäftsverkehrs, im Binnenmarkt, ABl. EG Nr. L 178/1 vom 17.07.2000.

<sup>1235</sup> RL 2002/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher vom 23.09.2002, ABl. EG Nr. L 271/16 vom 09.10.2002.

<sup>1236</sup> Ausführlich zur FDFA-RL (allerdings noch vor Abschluss des Gesetzgebungsverfahrens) siehe FLORIAN, S. 297ff.

Die FDFA-RL ragt in vielerlei Hinsicht aus dem bisherigen europäischen Finanzdienstleistungsrecht heraus:

Nach der Definition von Finanzdienstleistung in Art. 2 b) FDFA-RL soll sie auf „jede Bankdienstleistung sowie jede Dienstleistung im Zusammenhang mit Kreditgewährung, Versicherung, Altersvorsorge, Geldanlage und Zahlung“ im Fernabsatzgeschäft an Verbraucher anwendbar sein. Damit trägt sie der im 1. Teil herausgearbeiteten Entwicklung Rechnung, nach der Finanzdienstleistungen nicht mehr in die traditionellen Sektoren Bank-, Wertpapier- und Versicherungsdienstleistungen aufgeteilt werden können, sondern vielmehr als Ganzes betrachtet werden müssen.<sup>1237</sup>

Das Augenmerk der FDFA-RL dient primär – wie bereits der Titel „an Verbraucher“ besagt – dem Schutz der Verbraucher, findet also im Gegensatz zu ISD und IMD auf gewerbliche Investoren, Anleger und Versicherungsnehmer keine Anwendung. Im Bereich der Wertpapierdienstleistungen ist diese Hinwendung zum Verbraucher und weg vom Regulierungsziel des reinen Marktschutzes neu.<sup>1238</sup>

Bemerkenswert ist, dass die Richtlinie anders als die den Finanzdienstleistungssektor betreffenden Richtlinien der neunziger Jahre, die noch dem Prinzip der Mindestharmonisierung verhaftet waren, nunmehr – wie jetzt wenn auch in der Form des Lamfalussy-Verfahrens – auch die ISD2 den Grundsatz der Maximalharmonisierung postuliert. Abweichende nationale Vorschriften sollen nur dann zulässig sein, wenn die Richtlinie dies ausdrücklich vorsieht; die Bestimmungen der Richtlinie sind ausdrücklich unabdingbar.<sup>1239</sup>

Die verschiedenen Überlappungen der Richtlinie mit dem restlichen Gemeinschaftsrecht im Finanzdienstleistungsrecht sind im Einzelnen noch ungeklärt. Grundsätzlich gilt, dass gegenüber anderen gemeinschaftsrechtlichen Vorschriften bezüglich des freien Dienstleistungsverkehrs sowie Kontrollen und Zulassungs-/Aufsichtsregeln die FDFA-RL lediglich subsidiär zur Anwendung kommen soll.<sup>1240</sup> Hingegen stellt Art. 13 Abs. 3 Satz 1 IMD eindeutig fest, dass sich bei einem Telefonverkauf von Versicherungen die dem Kunden erteilten Auskünfte nach den Gemeinschaftsvorschriften über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen richten und verkehrt somit die grundsätzliche Subsidiarität ins Gegenteil.

Interessant ist auch, dass die Richtlinie in den Erwägungsgründen ausdrücklich darauf Bezug nimmt, dass beim Fernabsatz ein erhöhter Schutz von Verbrauchern als Empfänger von Finanzdienstleistungen notwendig sei, solange es noch keine größere Konvergenz bei den Verhaltensregeln für Investitionsdienstleistungen gäbe.<sup>1241</sup> Klar ist also, dass eine weitergehende Harmonisierung der Verhaltenspflichten von der Kommission als ein notwendiger Schritt auf dem Weg zu einem vollgültigen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen angesehen wird; dies hat sich dann in der Neuregelung der Wohlverhaltenspflichten in der ISD2 manifestiert.

---

<sup>1237</sup> So auch MOLONEY, Co.Law. 2000, S. 198, 206, die – wenig nachvollziehbar – aufgrund der höheren Komplexität bestimmter Wertpapierdienstleistungen im Vergleich beispielsweise zu Versicherungs- oder einfachen Bankdienstleistungen befürchtet, dass dieser neue „horizontal approach“ mit Einigung beim kleinsten gemeinsamen Nenner langfristig zu einer Verringerung des Schutzniveaus bei komplexen Finanzdienstleistungen führen könnte.

<sup>1238</sup> MOLONEY, Co.Law. 2000, S. 198, 205: „[these measures] represent a step towards a more investor-centred system of EC securities regulation.“

<sup>1239</sup> Art. 12 FDFA-RL; siehe auch Erwägungsgrund 13 FDFA-RL. Dies stellt auch MOLONEY, Co.Law. 2000, S. 198, 205, heraus.

<sup>1240</sup> Erwägungsgrund 7 FDFA-RL: „...sollen nicht berührt werden ...“.

<sup>1241</sup> Erwägungsgrund 9 FDFA-RL.

#### (ii) Verhaltenspflichten

Die FDFA-RL legt dem im Fernabsatzgeschäft tätigen Finanzdienstleister detaillierte Verpflichtungen im Rahmen der ersten Dienstleistungsvereinbarung<sup>1242</sup> auf, die die Verhaltensregeln aus ISD und IMD ergänzen.<sup>1243</sup>

##### (1) Kontakthanbahnung / *Cooling off*

Obwohl die FDFA-RL *cold calling*-Methoden nicht ausdrücklich untersagt, schränken Art. 9 und 10 der Richtlinie die Zulässigkeit unaufgefordert erbrachter Dienstleistungen (sogenannte *inertia sales*) sowie unerwünschter Mitteilungen stark ein. Wichtige verbraucherschützende Regel ist das Widerrufsrecht des Verbrauchers, demzufolge er innerhalb einer *cooling off*-Periode von 14 Tagen (bei bestimmten Lebensversicherungen und Altersvorsorgeinstrumenten für Einzelpersonen gar 30 Tage) den Vertrag ohne Angabe von Gründen widerrufen kann.<sup>1244</sup>

##### (2) Aufklärungspflichten

Der Finanzdienstleister muss nach Art. 3 FDFA-RL diverse Angaben zum Anbieter der Finanzdienstleistung machen.<sup>1245</sup>

Des Weiteren sind Informationen zur angebotenen Finanzdienstleistung erforderlich: Neben einer Beschreibung der wesentlichen Merkmale der Finanzdienstleistung muss auch ausdrücklich ein Gesamtpreis für die angebotene Leistung inklusive aller Provisionen und sonstiger Gebühren mitgeteilt werden.<sup>1246</sup> Sehr relevant erscheint auch die Verpflichtung, auf spezielle Risiken einer bestimmten Finanzdienstleistung gesondert aufmerksam zu machen. Unklar bleibt aber – bei der ansonsten für eine Richtlinie sehr starken Regelungstiefe – was „spezielle Risiken“ bei welchen Finanzdienstleistungen sein sollen. Ein Beispiel für einen solchen Hinweis nennt die Richtlinie explizit: So habe der Anbieter gegebenenfalls darauf hinzuweisen, dass in der Vergangenheit erwirtschaftete Erträge kein Indikator für künftige Erträge in der Zukunft seien.

Im Hinblick auf die im 1. Teil herausgearbeiteten Informationsasymmetrien ist allerdings nicht nachvollziehbar, warum eine besondere Warnpflicht für bestimmte, mit besonderen Risiken behaftete Finanzdienstleistungen nur im Fernabsatzgeschäft bestehen soll. Die physische Präsenz des Verbrauchers garantiert jedenfalls keine größeren Fähigkeiten oder Kenntnisse im Umgang mit Finanzdienstleistungen, die eine Warnpflicht vor bestimmten Finanzdienstleistungen entbehrlicher machen würden als im Fernabsatzgeschäft.

Wie bei der IMD müssen diese Informationen dem Empfänger vor Vertragsabschluss schriftlich<sup>1247</sup> übermittelt werden.

Die FDFA-RL normiert also für den spezifischen Fall einer gegenüber einem Verbraucher per Fernabsatz erbrachten Finanzdienstleistung – sektorübergreifend unabhängig vom Finanzdienstleistungstyp – besondere Informations- und Warnpflichten, aber keine spezifischen Erkundigungs- bzw. Beratungspflichten. Dies soll an dieser Stelle nicht weiter

---

<sup>1242</sup> Die FDFA-RL ist nur mit solchen „ersten Dienstleistungsvereinbarungen“ befasst, vgl. Art. 1 Abs. 2 FDFA-RL.

<sup>1243</sup> Nach Art. 4 Abs. 1 FDFA-RL bleiben die zusätzlichen Auskunftspflichten aus anderen gemeinschaftsrechtlichen Vorschriften ausdrücklich unberührt.

<sup>1244</sup> Art. 6 Abs. 1 Satz 1 FDFA-RL; zu den ähnlichen Wirkungsintentionen von *cold calling*-Beschränkungen und *cooling off*-Perioden siehe oben § 7 IV. 1. .

<sup>1245</sup> U.a. Identität und Anschrift, Eintragungen ins Handelsregister sowie zuständige Aufsichtsbehörde.

<sup>1246</sup> Art. 3 Nr. 2 FDFA-RL.

<sup>1247</sup> Art. 5 Abs. 1 FDFA-RL: „in Papierform oder auf einem dauerhaften Datenträger“.



vertieft werden; weitere Aufschlüsse für eine genauere Untersuchung der durch die FDFA-RL normierten Verpflichtungen mag die Umsetzung in die nationalen Rechtsordnungen geben.

*b) E-COMMERCE-RL*

Nicht unerwähnt bleiben soll auch die E-Commerce-RL. Diese Richtlinie ist ein Kernstück der Initiativen zur Förderung einer europäischen Informationsgesellschaft<sup>1248</sup> und sucht in einem horizontalen Regelungsansatz Normen für das Gros der Online-Dienstleistungen aufzustellen. Eine umfassende Harmonisierung war damit allerdings nicht angestrebt; es sollte lediglich ein kohärenter Rechtsrahmen für die folgenden fünf Bereiche geschaffen werden:

- Niederlassung von Anbietern von Diensten der Informationsgesellschaft
- Kommerzielle Kommunikation
- Online-Abschluss von Verträgen
- Verantwortlichkeit der Vermittler
- Rechtsdurchsetzung

Damit sollten die rechtlichen Hindernisse im Zusammenhang mit der Erbringung von Online-Diensten beseitigt werden.<sup>1249</sup> Grundansatz der E-Commerce-RL ist, dass für den grenzübergreifenden Absatz von Online-Dienstleistungen die Regeln jenes Mitgliedstaats gelten sollten, in dem der Anbieter seinen Sitz hat (Herkunftsland- oder Heimatlandprinzip).<sup>1250</sup> Dieser maßgeblich an der Verwirklichung des Binnenmarkts orientierte Grundsatz wurde – auch aufgrund massiver Proteste von Seiten der Verbraucherschutzverbände – für die Verbraucher insbesondere in grenzüberschreitenden Fällen dadurch ausgeglichen, dass den Online-Dienste-Anbietern Informationspflichten auferlegt wurden. So muss der Online-Dienstleister Name, Anschrift, Handelsregisternummer und sonstige Angaben, die eine schnelle Kommunikation ermöglichen angeben.<sup>1251</sup> Für eine genaue Preisangabe inklusive Auszeichnung von Steuern oder anderen Zusatzkosten ist Sorge zu tragen.<sup>1252</sup> Hinsichtlich nicht angeforderter kommerzieller Kommunikationen mittels elektronischer Post (d.h. *cold calling* per Email) muss der Online-Dienstleister gemäß Art. 7 Abs. 2 der Richtlinie regelmäßig verifizieren, dass der Dienstleistungsempfänger solche Kommunikationen überhaupt empfangen möchte.<sup>1253</sup>

Unklar ist, wie die E-Commerce-RL mit anderen Rechtsvorschriften für Finanzdienstleistungen in Verbindung steht und wie speziell dafür gesorgt werden soll, dass der notwendige Schutz der Verbraucher und Kleinanleger bei Online-Geschäften innerhalb der Europäischen Union gewährleistet ist. Insbesondere fehlt eine klare Aussage darüber, wie die grundsätzliche Geltung des Herkunftslandprinzips mit dem Gastlandprinzip in Einklang zu bringen ist, das zumindest für die Anwendung der Verhaltenspflichten der alten ISD auf Privatkunden weiterhin gelten sollte.

Problematisch ist in diesem Zusammenhang die Gefahr eines informationellen *overkill* bei den Verbrauchern und die des organisatorischen *overkill* bei den Finanzdienstleistern. Ein Wertpapierdienstleister muss demnach nicht nur die Verhaltensregeln der ISD und die

---

<sup>1248</sup> FLORIAN, S. 331, der in seiner Monographie in der Folge ausführlich die Auswirkungen der Richtlinie auf den Wertpapierhandel beschreibt.

<sup>1249</sup> So die Formulierung im ursprünglichen RL-Vorschlag der Kommission, KOM(1998)586 endg., S. 3f.

<sup>1250</sup> Art. 3 Abs. 1 E-Commerce-RL; ausführlich zum Herkunftslandprinzip der E-Commerce-RL siehe AHRENS, CR 2000, S. 835ff.

<sup>1251</sup> Art. 5 Abs. 1 E-Commerce-RL.

<sup>1252</sup> Art. 5 Abs. 2 E-Commerce-RL.

<sup>1253</sup> Die Verifikation erfolgt durch die Einsicht in sogenannte Robinson-Listen, auf denen natürliche Personen, die keine solchen Kommunikationen erhalten wollen, sich eintragen können.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

Aufklärungspflichten der Richtlinie über Fernabsatzgeschäfte im Finanzdienstleistungssektor, sondern auch zusätzlich die Informationspflichten der E-Commerce-RL befolgen.

Die Kommission hat in einer Mitteilung aus dem Jahre 2001 die Auswirkungen der E-Commerce-RL speziell auf den Finanzdienstleistungsbereich beschrieben, ohne allerdings präzise Antworten auf die Frage der Konkurrenz zwischen den allgemeinen Informationspflichten der E-Commerce-RL und den spezifischen Verhaltenspflichten in ISD, IMD oder FDFA-RL zu geben.<sup>1254</sup>

#### 4. EXKURS: KOMMISSIONSEMPFEHLUNG ZU WOHNUNGSWIRTSCHAFTLICHEN DARLEHEN

Obgleich außerhalb des Spektrums dieser Arbeit: Es sei kurz darauf hingewiesen, dass die europäischen Harmonisierungsbemühungen im Zusammenhang mit Informationspflichten im Finanzdienstleistungssektor mittlerweile auch Selbstregulierungsmaßnahmen umfassen.<sup>1255</sup> In einer Empfehlung über vorvertragliche Informationen bei Hypothekenkrediten an Verbraucher werden die Darlehensgeber aufgefordert, den Verbrauchern harmonisierte Informationen allgemeiner und persönlicher Natur zur Verfügung zu stellen. Dadurch soll sichergestellt werden, dass die Bedingungen, zu denen wohnungswirtschaftliche Darlehen gemeinschaftsweit angeboten werden, transparent und vergleichbar sind. Die personalisierten Informationen sollen in einer standardisierten schriftlichen Form, dem sogenannten „Europäischen Standardisierten Merkblatt“ zur Verfügung gestellt werden.<sup>1256</sup> Entsprechend haben fünf europäische Verbraucherverbände zusammen mit sechs europäischen Vereinigungen der Kreditwirtschaft 5. März 2001 einen „freiwilligen Verhaltenskodex“ verabschiedet, der diese Empfehlung umsetzt. Die Erarbeitung dieses Kodexes erfolgte unter Mitwirkung der Kommission. Seit Anfang Dezember 2001 besteht ein Register, in dem alle Kreditinstitute, die den Kodex unterzeichnet haben, verzeichnet sind. Diese von der Kommission angeregte Selbstregulierungsmaßnahme scheint von den Beteiligten als Erfolg angesehen zu werden.

#### 5. RECHTSNATUR UND DURCHSETZUNG DER EUROPÄISCHEN VERHALTENSPFLICHTEN

##### *a) AUFSICHTS- ODER PRIVATRECHT*

Da das Gemeinschaftsrecht (bisher) weder eine übergeordnete Finanzdienstleistungsaufsichtsbehörde noch direkte Rechtsmittel des Bürgers vor Gemeinschaftsgerichten kennt, erübrigen sich Ausführungen zur aufsichts- oder privatrechtlichen Durchsetzung auf europäischer Ebene. Die Durchsetzung der Verhaltenspflichten obliegt ebenso wie die Gestaltung der Rechtsnatur von Wohlverhaltenspflichten grundsätzlich den Mitgliedstaaten, sofern die europäische Regelung keine eindeutigen Vorgaben macht.<sup>1257</sup> Die „Zahnlosigkeit“ der Durchsetzungsmöglichkeiten

---

<sup>1254</sup> Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament - Elektronischer Geschäftsverkehr und Finanzdienstleistungen, KOM/2001/66 endg.

<sup>1255</sup> Empfehlung 2001/193/EG der Kommission vom 01.03.2001 über vorvertragliche Informationen, die Darlehensgeber, die wohnungswirtschaftliche Darlehen anbieten, den Verbrauchern zur Verfügung stellen müssen, ABl. EG 2001, L69/25 vom 10.03.2001.

<sup>1256</sup> Artikel 3 a) und b) der Empfehlung, die auf Anhang I und II verweisen.

<sup>1257</sup> MOLONEY, Co.Law. 2000, S. 198, 204; wohl unzutreffend a.A. REIFF, VersR 2004, S. 142, 146, der die Verhaltenspflichten der IMD ohne weitere Diskussion als privatrechtlich einstuft, weil sie „das Verhältnis zwischen den Vermittlern und ihren Kunden betreffen“.

von Verhaltenspflichten im nationalen Recht ist häufig bemängelt worden.<sup>1258</sup> In den neuen Richtlinien-texten im Finanzdienstleistungsbereich finden sich allerdings vermehrt Aufforderungen an die Mitgliedstaaten, die Einhaltung der Richtlinienbestimmungen durch die Einrichtung wirksamer Rechtsbehelfe zu garantieren.

Die FDFA-RL geht wie in so vielen Belangen auch hier weiter als bisherige europäische Gesetzgebungsmaßnahmen im Finanzdienstleistungsbereich:

Zunächst heißt es allgemein, dass die Mitgliedstaaten angemessene Sanktionen zur Ahndung von Verstößen von Finanzdienstleistungsanbietern gegen auf der Grundlage der Richtlinie erlassenen nationalen Rechtsvorschriften vorsehen sollen.<sup>1259</sup> Als Beispiel für eine angemessene Sanktion führt die Richtlinie aus, dass dem Verbraucher die Möglichkeit eingeräumt werden könnte, den Vertrag zu kündigen, ohne dass ihm dadurch besondere Kosten entstehen.<sup>1260</sup>

Die FDFA-RL setzt aber auch noch weitere Vorgaben: Art. 13 Abs. 1 FDFA-RL verpflichtet die Mitgliedstaaten für angemessene und wirksame Mittel zu sorgen, „mit denen die Einhaltung dieser Richtlinie im Interesse der Verbraucher sichergestellt wird.“ Die den Mitgliedstaaten in dieser Beziehung durch die Richtlinie gemachten Vorgaben sind – in Anbetracht des grundsätzlichen nationalen Umsetzungsspielraums – weitgehend: Die Richtlinie nennt als angemessenes und wirksames Mittel beispielsweise die Einräumung einer Klagebefugnis für Verbraucher- oder Berufsverbände.<sup>1261</sup> Noch bedeutsamer mag der in der Richtlinie enthaltene explizite Hinweis auf eine möglicherweise zugunsten des Verbrauchers gebotene Beweislastumkehr für Verstöße des Finanzdienstleisters gegen auf Grundlage der Richtlinie erlassene nationale Rechtsvorschriften sein.<sup>1262</sup>

Auch in der IMD findet sich in den Schlussbestimmungen ein Artikel, der sich mit der Inanspruchnahmemöglichkeit von Gerichten beschäftigt: Allerdings ist diese Aufforderung an die Mitgliedstaaten nicht auf die Durchsetzung der durch die Richtlinie den Versicherungsnehmern zugesprochenen Rechten gerichtet, sondern soll vielmehr sicherstellen, dass der betroffene Versicherungsvermittler gegen berufs(ausübungs)beschränkende Entscheidungen der mit der Zulassung und Registrierung befassten Stellen ein Gericht anrufen kann.<sup>1263</sup>

#### *b) EUROPÄISCHES NETZWERK FIN-NET*

Da dem europäischen Kunden von Finanzdienstleistungen immer mehr und immer kompliziertere Finanzprodukte zur Verfügung stehen und in ganz Europa die Dauer zivilrechtlicher Verfahren zunimmt, wächst auch die Nachfrage nach alternativen Streitbeilegungsverfahren, gerade bei grenzüberschreitenden Streitigkeiten.

---

<sup>1258</sup> HÜBNER in HÜBNER (BERUFSREGELUNG), S. 3, 12f. beklagt, dass die Verletzung der Informationspflichten aus der 3. Generation der Versicherungsrichtlinien sanktionslos ist; ähnliche Mängel haben sich bei der Umsetzung der ISD manifestiert – siehe dazu § 12 II. 1. d). Die Informationspflichten der IMD sind wiederum lediglich inhaltlich bestimmt, während über die Frage der Durchsetzung keine Vorgaben gemacht werden. Es wäre zu wünschen, wenn bei der Umsetzung Sanktionen im Aufsichts- und/oder Privatrecht eingefügt würden, in diese Richtung wohl auch REIFF, VersR 2004, S. 142, 146.

<sup>1259</sup> Art. 11 S. 1 FDFA-RL.

<sup>1260</sup> Art. 11 S.2 FDFA-RL.

<sup>1261</sup> Art. 13 Abs. 2 FDFA-RL.

<sup>1262</sup> Art. 15 Abs. 1 FDFA-RL; allgemein zu einer Beweislastumkehr bei Verstößen gegen Wohlverhaltenspflichten siehe bereits die Ausführungen unter § 8 II. 2. .

<sup>1263</sup> Art. 14 IMD.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

Die Europäische Kommission hat daher in ihrem Aktionsplan Finanzdienstleistungen betont, dass ein gesteigertes Vertrauen der Verbraucher in kostengünstige, einfache und effiziente Alternativen zum Rechtsweg für die Schaffung eines integrierten Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen - einem der Kernzielsetzungen des Gipfels von Lissabon - von grundlegender Bedeutung ist.<sup>1264</sup> Entsprechend hat die Europäische Kommission am 1. Februar 2001 ein Netzwerk ins Leben gerufen, mit dessen Hilfe Streitigkeiten zwischen Anbietern und Verbrauchern im Zusammenhang mit der Bereitstellung von Finanzdienstleistungen im Binnenmarkt nach Möglichkeit außergerichtlich beigelegt werden sollen, um langwierige und kostspielige Gerichtsverfahren zu vermeiden.<sup>1265</sup> Das Netzwerk – kurz FIN-NET genannt – soll insbesondere die Lösung solcher Fälle erleichtern, bei denen der Finanzdienstleister in einem anderen Mitgliedstaat als dem Wohnsitzland des Verbrauchers niedergelassen ist. Dem Netzwerk sind mehr als 40 verschiedene nationale Schlichtungseinrichtungen angeschlossen. Nach Aussagen der Kommission behindert die Schwierigkeit für den Verbraucher, außergerichtlich sein Recht einzufordern, die Entwicklung grenzüberschreitender Dienste, insbesondere im Finanzsektor, wo das Wachstum des elektronischen Geschäftsverkehrs hierunter zu leiden droht. Die Entwicklung effizienter nationaler ADR-Systeme ist gerade im Finanzdienstleistungsbereich inzwischen zwar ziemlich erfolgreich.<sup>1266</sup> Gerade grenzüberschreitend erbrachte Finanzdienstleistungen, die von den nationalen ADR-Regelungen nicht erfasst werden, sind allerdings häufig mit besonderen Problemen behaftet: Die Komplexität der Finanzprodukte sowie die Dauer und sprachlich-kulturelle Problematik eines Gerichtsverfahrens im Ausland oder mit ausländischen Beklagten, nicht zuletzt die damit verbundenen Kosten, lassen Verbraucher oft davor zurückschrecken, gerichtlich vorzugehen. Wenn dann auch noch die Vorstellung besteht, dass es keine andere Möglichkeit gibt, sein Recht einzufordern, kann dies den Anreiz zu grenzüberschreitenden Investitionen erheblich dämpfen.

Obwohl die nationalen Streitbeilegungsverfahren nach leicht unterschiedlichen Mustern funktionieren, verfolgen sie doch ein und dasselbe Ziel: den Rechtsuchenden die Möglichkeit zu geben, einen Streit durch eine dritte Instanz zu erheblich reduzierten Kosten beilegen zu lassen, wenn die bestehenden internen Reklamationsverfahren der beteiligten Finanzinstitute ausgeschöpft sind. Um allzu divergente nationale Regelungen zu verhindern, ist diese neue Form der Streitschlichtung von der europäischen Union mit einer Empfehlung bedacht worden.<sup>1267</sup>

Da es in den einzelnen Mitgliedstaaten durchweg bereits Schlichtungsinstanzen gibt, konnte ein europäisches Netz von alternativen Streitbeilegungsmechanismen im Bereich Finanzdienstleistungen aufgebaut werden. FIN-NET vereint die verschiedenen Instanzen auf der Grundlage einer Vereinbarung (*Memorandum of Understanding* - MoU). Das Netz verschafft den Verbrauchern einen einfachen Zugang zu außergerichtlichen Beschwerdeverfahren, auch wenn der Anbieter nicht unter das Schlichtungssystem des Wohnsitzlandes des Verbrauchers fällt. In einem solchen Fall wird der Beschwerdeführer über die zuständige nationale Schlichtungsinstanz mit der entsprechenden Stelle in dem Land, in dem der Anbieter tätig ist, in Verbindung gesetzt. Diese Art der grenzüberschreitenden

---

<sup>1264</sup> Binnenmarktkommissar Bolkestein: "Das Wachstum der Märkte basiert auf Vertrauen. Privatkunden möchten die Gewißheit haben, dass grenzüberschreitendes Shopping problemlos möglich ist. Schnelle, effiziente und kostengünstige Methoden der Beilegung von Streitfällen sind für die Entwicklung eines echten europaweiten Finanzdienstleistungsmarktes für Kleinkunden unentbehrlich."

<sup>1265</sup> Dazu auch SCHERPE, NVersZ 2002, S. 97.

<sup>1266</sup> Zu den diesbezüglichen Erfahrungen in den USA und Großbritannien siehe § 10 III. 2. b) und § 11 III. 2. b)

<sup>1267</sup> Empfehlung der Kommission vom 30.03.1998 betreffend die Grundsätze für Einrichtungen, die für die außergerichtliche Streitbeilegung von Verbraucherrechtsstreitigkeiten zuständig sind, ABl. EG 1998, Nr. L115/31.

Zusammenarbeit hat auch noch den zusätzlichen Vorteil, dass der Informationsfluss zwischen den Beschwerdeinstanzen verbessert wird, was wiederum eine rasche und effiziente Bearbeitung der grenzüberschreitenden Beschwerden ermöglicht. Durch die enge Kooperation der nationalen Schlichtungsstellen ist so das erste voll funktionsfähige Netz für die alternative Streitbeilegung in der Europäischen Union entstanden.<sup>1268</sup> Nach Angaben der Kommission sind schon 2001, im ersten Jahr des Netzwerks über 400 Beschwerden aus Bank-, Versicherungs- und Wertpapiergeschäften über FIN-NET bearbeitet worden.

FIN-NET wird auch im Rahmen neuer Gemeinschaftsgesetzgebung gefördert – so verweisen IMD<sup>1269</sup> und ISD2<sup>1270</sup> im Hinblick auf die grenzüberschreitende Zusammenarbeit von Stellen zur außergerichtlichen Beilegung von Streitfällen ausdrücklich auf die Rolle von FIN-NET. Desgleichen wird in der FDFA-RL auf die Zusammenarbeit innerhalb des FIN-NET-Netzwerks hingewiesen.<sup>1271</sup>

---

<sup>1268</sup> FAZ, 03.09.02, S. 18.

<sup>1269</sup> Erwägungsgrund 23; Art. 11 IMD normiert die Verpflichtung zur Förderung von Verfahren zur außergerichtlichen Beilegung von insbesondere grenzüberschreitenden Streitigkeiten zwischen Versicherungsvermittlern und Kunden durch die Mitgliedstaaten.

<sup>1270</sup> Erwägungsgrund 61 ISD2.

<sup>1271</sup> Erwägungsgrund 28 FDFA-RL.



## § 13 ZUSAMMENFASSUNG 3. TEIL

Nach der allgemein-theoretischen Untersuchung zu Zweck und Systematik der Wohlverhaltensregeln im 1. und 2. Teil hat sich der 3. Teil mit der Ausformung dieser Regeln in den USA, Großbritannien und der Europäischen Union befasst.

Im amerikanischen Recht sind spezielle Verhaltensregeln für *broker-dealers* ein gewachsener Bestandteil der amerikanischen *securities regulation*. Dabei wirkt aufsichtsrechtliche Regulierung durch staatliche Stellen und Selbstregulierungsorganisationen (SROs) Hand in Hand mit dem *common law*.<sup>1272</sup> Eine Aufgliederung des ineinander verwobenen Rechtsgefüges ist kaum möglich. Die von der Securities and Exchange Commission weiterentwickelte *shingle theory*, die ihre Ursprünge in den *anti-fraud*-Bestimmungen der *securities laws* hat, und die *suitability rule* aus dem NASD *Manual* stellen dabei Eckpfeiler eines allerdings nur teilweise kodifizierten Verhaltenskanons für Wertpapierdienstleister dar. Dabei ist hervorzuheben, dass aufgrund der Herleitung aus den Betrugsschutzvorschriften trotz der Ausweitung der *shingle theory* vielfach auch heute noch nur ein vorsätzliches oder zumindest grob fahrlässiges Verhalten von den vage gehaltenen gesetzlichen Bestimmungen erfasst wird. Die detaillierteren Regeln der SROs wie NASD oder NYSE hingegen setzen am objektiven Verhalten an und verlangen demnach keine subjektive Komponente auf Seiten des *broker-dealer*, sondern lediglich einen Verstoß gegen Sorgfalts- oder Interessenwahrungspflichten.

Obwohl es sich um einen Rechtskorpus handelt, der in nunmehr fast 70 Jahren gewachsen ist, wird die Ausgestaltung der einzelnen Pflichten von den Aufsichtsinstitutionen ständig überprüft und weiterhin intensiv in der rechtswissenschaftlichen Literatur diskutiert.

Die zunehmende Lösung von Streitigkeiten im Rahmen von Verfahren der *alternative dispute resolution* bedeutet allerdings, dass zu dem umfangreichen zu Verhaltensregeln bestehenden *case law* kaum mehr neue Fälle hinzukommen. Eine Lösung im Rahmen der *arbitration* enthält im Regelfall keine längeren juristischen Ausführungen, die die Gesamtdiskussion weiterbringen, so dass das diesbezügliche amerikanische Recht sich in der Zukunft nur noch durch Regulierung seitens der SEC oder der NASD und nicht mehr wie in der Vergangenheit durch die Judikatur der Gerichte weiter entwickeln wird.<sup>1273</sup> Wichtiger noch, ADR-Verfahren greifen als Rechtsgrund nicht auf die *anti-fraud* Bestimmungen zurück, sondern auf die SRO-Regelwerke, so dass eine immer weitergehende Abnabelung der aus der *shingle theory* entwickelten Verhaltenspflichten von ihrem Ursprung in den *anti-fraud*-Regeln der *securities laws* erfolgt. Die Begründung für besondere Verhaltenspflichten für Wertpapierdienstleister wird demnach auch in den USA nicht mehr primär in der Verhinderung vorsätzlicher betrügerischer Aktivitäten gesehen, sondern zunehmend schon im typischen Informationsvorsprung des professionellen Wertpapierdienstleisters, der eines Ausgleichs durch *fair dealing* und *disclosure duties* bedarf. Die folgerichtige Abkehr vom Erfordernis der *scienter* oder *reckless behaviour* erleichtert dabei die Rechtsverfolgung durch die Kunden ungemein, weil für einen Verstoß gegen die Verhaltenspflichten nicht mehr der Nachweis einer vorsätzlichen betrügerischen Aktivität oder jedenfalls grober Fahrlässigkeit notwendig ist, sondern schon tatsächlich sorgfaltswidriges Verhalten genügt.

Im Gegensatz zum amerikanischen System weist das britische System vertriebsbezogener Wohlverhaltensregeln eine erheblich einheitlichere Struktur auf als das US-amerikanische. Nicht nur sind alle Pflichten der weitaus meisten Finanzdienstleistungsunternehmen in einem

---

<sup>1272</sup> BLACK, Sec.Reg.LJ 2000, S: 15, 16f., spricht von „a patchwork quilt of federal securities and state agency law principles“.

<sup>1273</sup> HAZEN, Bd. 3, S. 248, beschreibt den status quo als „state of suspended animation“.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

Regelwerk, dem FSA Handbook, zusammengefasst und nicht wie in den USA zersplittert. Es ist überdies abzusehen, dass dieses umfassende System der Wohlverhaltensregeln im FSA Handbook demnächst auch die bisher noch separat geregelte Vermittlung von *general insurance*-Produkten umfassen wird. Damit wird ein komplett vereinheitlichtes Regelwerk für Kapitalanlagen und Versicherungsgeschäfte geschaffen, das auch in der Regelungstiefe einzigartig ist und anders als in den USA überdies die zunehmende Auflösung der Branchengrenzen berücksichtigt. Auffallend ist die durchgehend sehr präzise Abstufung der Anwendung der Pflichten je nach Schutzbedürftigkeit.

Das Regelungssystem, das trotz der Regelgenauigkeit aufgrund der vereinheitlichten Struktur weit weniger komplex ist als dasjenige der USA, ist durch die zahlreichen Konsultationsprozesse der FSA ständiger Kontrolle und Anpassung an die Tendenzen und Neuerungen im praktischen Finanzdienstleistungsgeschäft unterworfen, was gewährleistet, dass die rechtliche Entwicklung mit den tatsächlichen technischen und produktbezogenen Innovationen der Finanzdienstleistungsbranche Schritt halten kann. Die FSA verfügt dabei über eine umfassende administrative Durchsetzungsgewalt. Was die Rechtsdurchsetzung durch den einzelnen Kunden anbetrifft, ist wie in den USA die Dominanz außergerichtlicher Rechtsbehelfe – hier hauptsächlich im Rahmen des Financial Ombudsman Service – hervorzuheben.

Im Vergleich zu den sehr ausdifferenzierten Systemen in den USA und insbesondere in Großbritannien stechen die bisherigen europarechtlichen Bestrebungen zwar nicht sonderlich heraus. Auch im Hinblick auf die schon im ersten Teil beschriebenen tatsächlichen Entwicklungen am Markt scheint das europäische Finanzdienstleistungsrecht sich nur langsam zu bewegen; insbesondere ist weiterhin eine Orientierung an den traditionellen Finanzdienstleistungssektoren zu verzeichnen.

Dabei ist gerade eine europaweite Harmonisierung der Kundenschutzregeln beim Vertrieb von Finanzdienstleistungen aus integrationspolitischen Überlegungen äußerst sinnvoll:

Die durch die Binnenmarktregeln gewährte Freizügigkeit der Finanzdienstleistungsanbieter führt dazu, dass insbesondere Privatkunden von einer höheren Auswahl an Finanzdienstleistungsprodukten und größerer Preiskonkurrenz profitieren können. Andererseits kann die größere Auswahl auch höhere Intransparenz und eine gewisse Verwirrung auf Seiten des Verbrauchers bewirken und ihn neuen Risiken aussetzen, denen er sich vorher in den von nationalen Regeln bestimmten Märkten nicht gegenüber sah.

Grenzüberschreitende Inanspruchnahme von Finanzdienstleistungen durch Privatkunden wird nur dann Normalität werden können, wenn diese Anleger Vertrauen in die Integrität der angebotenen Finanzdienstleistungsprodukte und die angewendeten Verkaufstechniken haben. Dieses Vertrauen wird ohne harmonisierte Verhaltensregeln in ganz Europa kaum erreicht werden können.

Der angestrebte Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen ist außerdem gerade im Finanzdienstleistungssektor, das den Privatkunden in einem für die Alters- und sonstige finanzielle Vorsorge essentiellen Bereich betrifft, nur dann zu verwirklichen, wenn der Zugang zu grenzüberschreitenden kostengünstigen Streitlösungsmechanismen gewährleistet ist, die die in gerichtlichen Verfahren im allgemeinen und insbesondere in grenzüberschreitenden Fällen auftretenden Kosten, Unannehmlichkeiten und Zeitverzögerungen zu reduzieren in der Lage sind. Erst dann wird es beispielsweise der deutsche Privatkunde nicht mehr als Wagnis betrachten, seine Lebensversicherung in Frankreich oder Großbritannien abzuschließen, weil dort die Renditen besser sind als auf dem deutschen Heimmarkt.



Die Untersuchung hat aufgezeigt, dass aufgrund der vielfältigen Gemeinsamkeiten hinsichtlich des Schutzzwecks und der sich abzeichnenden zunehmenden Verwischung der Abgrenzungen zwischen den einzelnen Finanzdienstleistungssektoren einige grundsätzliche Wohlverhaltensregeln sowohl für Wertpapierhändler als auch für Versicherungen und Versicherungsvermittler festgelegt werden sollten. Die Bestandsaufnahme der Regelungen in Großbritannien und die dort zu verzeichnenden, bis dato positiven Erfahrungen sowie die Fusion der sektoralen Aufsichtsbehörden in verschiedenen europäischen Ländern könnten die Einführung solcher sektorübergreifender Regeln auch in den kontinentaleuropäischen Rechtsordnungen in der nahen Zukunft begünstigen.

Der bisher lediglich verhaltene Erfolg der Wohlverhaltenspflichten im Hinblick auf die Schaffung eines europäischen Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen hat mehrere Ursachen:

Das Prinzip normierter Wohlverhaltenspflichten im Bereich der Finanzdienstleistungen war in den meisten kontinentaleuropäischen Mitgliedstaaten bis zur Umsetzung der ISD unbekannt. Die Umsetzung der Wohlverhaltensregeln war insbesondere deswegen mit Schwierigkeiten verbunden, weil das Konzept aufsichtsrechtlicher Normierung von Informations- und Verhaltenspflichten im Rahmen eines wie auch immer gearteten vertraglichen Dienstleistungsverhältnisses vielen Mitgliedstaaten fremd war.

Zumindest der Bereich der Kommunikationspflichten war jedenfalls in Ländern mit einem ansehnlichen Finanzmarkt wie Frankreich oder Deutschland schon durch umfangreiche Rechtsprechung der Zivilgerichte geprägt. Zum anderen hat die Unbestimmtheit der Verhaltensregeln der alten ISD zu einer Abhängigkeit von detaillierteren nationalen Regelungen geführt, die ihrerseits auf besonderen eigenen Marktpraktiken und –kulturen beruhen und somit das eigentliche Ziel eines Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen eher konterkarierten als unterstützen.

Diese Unsicherheiten sollten mit der neuen ISD2 und den vorliegenden detaillierten Harmonisierungsvorschlägen des CESR für den Wertpapierdienstleistungsbereich ein Ende gefunden haben. Durch die neue Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und die begleitenden Arbeiten von CESR zur Harmonisierung der *Conduct of Business Rules* werden die gravierendsten Störfaktoren der alten ISD beseitigt. Die CESR-Verhaltenspflichten sind zwar noch weit von der Detailliertheit des britischen FSA Handbook entfernt, statuieren aber zweifellos mehr als bloße Grundprinzipien wie noch die ersten Wohlverhaltenspflichten der alten Wertpapierdienstleistungsrichtlinie. Sollten diese Regelkataloge von der Kommission und dem ESC bei den im Komitologie-Verfahren zu erlassenden Durchführungsbestimmungen tatsächlich weitestgehend übernommen werden, hätte die Europäische Union für ihren Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen immerhin eine Regelungsdichte erreicht, die den *Core Conduct of Business Rules* des britischen FSAct 1986 nahe kommen. Die möglichst weitgehende Übernahme dieser CESR-Verhaltensregeln in die Durchführungsbestimmungen zur neuen ISD2 dürfte ein essentieller Schritt bei der Erreichung des Ziels eines einheitlichen Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen sein. Die anderen Gesetzgebungsmaßnahmen in diesem Bereich – Richtlinie über Versicherungsvermittlung und allgemein die Richtlinie über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher – zeigen überdies, dass sich im Finanzdienstleistungsbereich tatsächlich ein europäisches Modell des Kundenschutzes durchzusetzen scheint, das sich an den Prinzipien des aufgeklärten Anlegers orientiert.

Leider ist die Problematik der Kundenkategorisierung auch in der neuen ISD2 nicht vollständig entschärft, da es im Hinblick auf die Begriffe Gegenpartei und professioneller Kunde an einer klaren Abgrenzung mangelt.

### 3. Teil: Wohlverhaltensregeln in den USA, Großbritannien und der EU

Außerdem entsteht mit der Vollharmonisierung der Wohlverhaltenspflichten unabhängig vom Kundentypus ein neues Problem bei der Durchsetzung dieser Pflichten: Zwar sind die Wertpapierdienstleister bei der grenzüberschreitenden Dienstleistungserbringung nicht mehr mit einer Vielzahl von unterschiedlichen Vertriebsregeln konfrontiert und auch für die Kunden hat die Verwirrung aufgrund von teilweise stark divergierenden nationalen Regeln ein Ende. Welche Aufsichtsbehörde jedoch für die Durchsetzung der weitgehend harmonisierten Pflichten im Einzelfall zuständig sein wird und wie die von der Richtlinie vorgesehene Zusammenarbeit in der Praxis funktionieren soll, ist unklar. Kompetenzgerangel statt effektiver Überwachung wird wahrscheinlich die Konsequenz dieser fehlenden Präzisierung sein.

# SCHLUß

## I. ZUSAMMENSTELLUNG DER ERGEBNISSE

Die Entwicklungstrends auf den Finanzmärkten zeigen zum einen eine verstärkte geographische Integration durch Globalisierung und Europäisierung. Außerdem ist eine zunehmende inhaltliche Integration und Verwischung der althergebrachten Dreiteilung in Bank-, Versicherungs- und Wertpapiersektor zu verzeichnen, die sich mit den Stichworten Konglomeratisierung und Allfinanz beschreiben lässt. Beide Trends werden sich voraussichtlich auch in der Zukunft fortsetzen.

Aus diesen Marktentwicklungen ergibt sich Folgendes:

Das Anlageverhalten des Privatkunden ist von der fortschreitenden Internationalisierung bisher nur wenig tangiert worden, da dieses Verhalten weiterhin maßgeblich von den national unterschiedlichen rechtlichen Gegebenheiten bestimmt ist. Der von der Europäischen Union angestrebte Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen ist aber nur dann erreichbar, wenn diejenigen nationalen Regeln, die gerade Kleinanleger und Privatpersonen als Endverbraucher von Finanzdienstleistungen betreffen, soweit vereinheitlicht sind, dass auch Privatpersonen die Finanzgeschäfte in und mittels Intermediären jedenfalls im EU-Ausland problemlos vornehmen können. Wohlverhaltensregeln für den Umgang mit den Kunden können dabei eine essentielle Rolle spielen, weil sie das direkte Verhältnis zwischen Finanzdienstleister und Kunde bestimmen und damit prägend für die Vertrauensbildung seitens der Privatkunden sind.

Die Auflösung der klassischen Unterscheidungslinien zwischen den verschiedenen Branchen des Finanzdienstleistungsgeschäfts hinsichtlich Angebotspalette und Zielgruppe führt zur rechtspolitischen Frage, ob und inwieweit unterschiedliche Regelungen der einzelnen Finanzdienstleistungsbranchen für den direkten Umgang mit dem Kunden (Verhalten, Angebote, Werbung, etc.) aufrechtzuerhalten sind oder ob nicht vielmehr eine Vereinheitlichung dieser Regeln notwendig und sinnvoll ist.

Sowohl die inhaltliche als auch die geographische Integration erhöhen den Informationsbedarf beim Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden, da die Kunden zum einen immer komplexeren, sektorüberschreitenden Finanzprodukten gegenüberstehen und zum anderen ihr Kenntnisstand hinsichtlich der national geprägten Finanzprodukte anderer Mitgliedstaaten unzureichend ist. Dieser erhöhte Informationsbedarf geht einher mit einem aufgrund der Krise der Rentensysteme steigenden Kapitalanlagebedarf zur privaten Altersvorsorge.

Die wirtschaftliche Funktion der Finanzdienstleistungsindustrie besteht im Wesentlichen in der Stabilisierung des Wirtschaftssystems durch verschiedene Arten von Transformationsleistungen. Dabei kann zwischen originärer („Herstellung“ von Finanzprodukten) und derivativer Finanzintermediation (Vertrieb von Finanzprodukten) unterschieden werden. Aufgrund der Entwicklung der Kapitalmärkte und moderner Kommunikationstechnologie steigt dabei die Bedeutung von Direktvertrieb und derivativer Intermediation gegenüber der originären Intermediation, bei der die Transformation des Kapitals im Vordergrund steht.

Der Finanzdienstleistungssektor ist einer der am stärksten regulierten Wirtschaftsbereiche. Regulierung und Aufsicht sind vielfach noch stark an den drei traditionellen Finanzsektoren (Banken, Versicherungen, Wertpapierhandel) orientiert und haben mit den tatsächlichen

Entwicklungen insbesondere im Bereich Allfinanz nicht Schritt gehalten. Regelungen dienen im Wesentlichen zwei Zielsetzungen: dem System- und dem Kundenschutz. Obwohl sich die Zielsetzungen vielfach überlappen, dient Bankregulierung primär dem Schutz des gesamten Wirtschaftssystems, während die Versicherungs- und Wertpapierregulierung eher am Kundenschutz orientiert ist.

Auf den Schutz des Kunden abzielende Regeln lassen sich ökonomisch damit begründen, dass die zwischen Kunden und Finanzdienstleister typischerweise herrschende strukturelle Informationsasymmetrie nach den Erkenntnissen der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung im reinen Wettbewerb allokationsineffiziente, suboptimale Entscheidungen hervorruft. Sowohl das Kapitalanlage- als auch das Versicherungsgeschäft ist davon geprägt, dass die vertriebenen Produkte eine überdurchschnittliche Komplexität aufweisen, die den Durchschnittskunden einem strukturellen Informationsungleichgewicht aussetzen.

Anders als andere primär kundenschützende Regeln wie Zulassungsvoraussetzungen oder Entschädigungssysteme, die an das Finanzinstitut als solches anknüpfen, bekämpfen Wohlverhaltensregeln auf direktem Wege das strukturelle Informationsungleichgewicht und sind daher ökonomisch gesehen ganz besonders gut geeignet, die Allokationsineffizienzen auszugleichen. Wohlverhaltenspflichten greifen überdies weniger stark in den freien Wettbewerb ein als Zulassungs- oder Lizenzierungsverpflichtungen. Gerade im Hinblick auf die Auflösung der althergebrachten Sektorengrenzen und das Aufkommen von Allfinanzkonzepten sind die nicht an dem Finanzinstitut sondern an der Transaktion orientierten Wohlverhaltensregeln ganz besonders positiv zu bewerten.

Für die Ausgestaltung von Wohlverhaltenspflichten ist zunächst die Art des vertriebenen Finanzprodukts maßgeblich. Die Ähnlichkeit des Versicherungs- und des Kapitalanlagegeschäfts in Bezug auf die strukturelle Informationsasymmetrie macht auf beiden Märkten eine besonders intensive, über die Verpflichtungen eines Geschäftsbesorgers auf anderen Märkten hinausgehende Interessenwahrung und Informationsvermittlung durch den derivativen Finanzintermediär erforderlich. Zur Vermeidung von Wettbewerbsverzerrungen ist dies insbesondere im Hinblick auf die Finanzinstrumente unbedingt vonnöten, die wie Investmentfonds und Kapitallebensversicherungen trotz ihrer herkömmlich unterschiedlichen institutionell-aufsichtsrechtlichen Einordnung kaum unterscheidbare Ziele aufweisen und zunehmend losgelöst von alten Barrieren vertrieben werden.

Im Vergleich der einzelnen Finanzprodukte sind Kapitallebensversicherungen eher als den Investmentfonds verwandte Kapitalanlage und nicht als Versicherungsprodukt anzusehen, weil Kern des Geschäfts nicht die Risikominimierung, sondern die langfristige Geldanlage ist. Eine gewisse Ähnlichkeit haben auch *hedging*-Verträge und Risikoversicherungen. Kapitalanlagen und Versicherungen gemein ist die Produktkomplexität, die zu einem massiven Informationsgefälle zwischen dem mit Expertenwissen ausgestatteten Finanzdienstleister und dem Kunden führt. Bei ähnlicher Problemlage sind entsprechend vergleichbare Regelungen beim Vertrieb von Wertpapier- und Versicherungsdienstleistungen geboten.

Es ist ökonomisch sinnvoll, die Finanzdienstleister zur Behebung dieser strukturellen Informationsasymmetrie zu verpflichten, da diese aufgrund von Skaleneffekten die damit verbundenen rechtlichen Lasten am kostengünstigsten tragen können.

Wohlverhaltenspflichten können daher auch als Berufspflichten für Finanzdienstleister bezeichnet werden.

Die Ausgestaltung der Wohlverhaltenspflichten ist abhängig von der Vertriebsart. Neben die zwei Vertriebsarten mittels derivativer Finanzintermediäre, zum einen über tatsächlich unabhängige Vermittler, zum anderen über wirtschaftlich oder rechtlich gebundene Vermittler tritt zunehmend der Direktvertrieb durch originäre Finanzdienstleister (beispielsweise durch einen Direktversicherer). Die Leitprinzipien der Wohlverhaltensregeln treffen jedenfalls sowohl den Wertpapierhändler wie auch den Versicherungsvermittler bzw. das Versicherungsunternehmen, den es gilt ungeachtet der Unterschiede zwischen unabhängigen und abhängigen Vermittlern oder den Produzenten im Direktvertrieb, den Kunden gegenüber gewisse Standards an Informationsweitergabe und Aufklärungsintensität einzuhalten.

Hinsichtlich des geschützten Personenkreises ist zu unterscheiden zwischen institutionellen Anlegern und Privatanlegern. Erstere sind nicht im gleichen Maße schutzbedürftig wie private Anleger, da bei ihnen das strukturelle Informationsdefizit jedenfalls schwächer ist; um jeweils ein ökonomisch sinnvolles Schutzniveau zu erreichen, müssen somit nach professionellen und privaten Anlegern unterschiedliche Verhaltens-Regelwerke eingerichtet werden.

Die Verhaltenspflichten basieren auf dem Informationsmodell und Leitbild des *homo oeconomicus*, d.h. eines Menschen, der grundsätzlich vernünftig handelt und seine Entscheidungen auf rationalen Erwägungen trifft. Keine Anwendung findet der *homo inferior* des deutschen Verbraucherschutzrechts, bei dem gewohnheitsmäßiges Verhalten und Emotionen das Handeln bestimmen. Ein über den Ausgleich der Informationsasymmetrie hinausgehender zusätzlicher paternalistischer Schutz durch den Staat ist mit dem europäischen Begriff des verständigen und mündigen Verbrauchers nicht zu vereinbaren. Der Verbraucher soll vor irrationalen bzw. emotionalen Entscheidungen eben nicht geschützt werden; es soll ihm lediglich ermöglicht werden, eine rationale Entscheidung zu treffen. Es ist aber weder Aufgabe des Verbraucherschutzes im Allgemeinen noch der Wohlverhaltenspflichten im Besonderen, den Verbraucher vor sich selbst zu schützen.

Die Wohlverhaltensregeln im Versicherungs- und Wertpapiergeschäft werden geprägt von zwei allgemeinen Verhaltenspflichten, der Sorgfaltspflicht, die ein Ausfluss der in jedwedem wirtschaftlichen Rechtsverkehr üblichen allgemeinen Lauterkeitspflicht ist und – als Kern und eigentlich wesensbegründendes Prinzip – der Interessenwahrungspflicht, die dem Finanzdienstleister zur Behebung des typischen Informationsgefälles zusätzlich obliegt. Der Finanzdienstleister muss sich also an seiner Berufsrolle festhalten lassen; das gilt auch für den gebundenen Versicherungsvertreter, denn auch dieser muss im Rahmen der ihm zur Verfügung stehenden Produktpalette die Interessen des Kunden zu wahren suchen.

Aus der Interessenwahrungspflicht ergibt sich die Pflicht zur Vermeidung von Konflikten zwischen den Interessen des Kunden und den eigenen Interessen (des Finanzdienstleisters), insbesondere dem Vergütungs-, Absatz- oder dem hauptsächlich im Wertpapierhandel bestehenden Preisinteresse. Interessenkonflikte können zum einen durch Organisationsstrukturen, z.B. mittels des Einsatzes von *Compliance*-Konzepten, insbesondere über die Einrichtung von *Chinese walls* kontrolliert werden. Ist dies nicht möglich, ist der Kunde über den Interessenkonflikt aufzuklären.

Neben strukturellen gibt es auch transaktions- oder vertriebsbezogene Organisationspflichten, wie beispielsweise in Bezug auf die Geschäftsabwicklung, Dokumentation, etc. Dabei ist im Bereich der transaktionsbezogenen Organisationspflichten und standardisierter Aufklärung keine Differenzierung zwischen den einzelnen Vertriebsarten vorzunehmen, weil diese

Pflichten unabhängig von den Bindungen an andere Unternehmen aufgrund der allgemeinen Interessenwahrungspflicht gegenüber dem Kunden bestehen.

Wichtigster Ausfluss der Interessenwahrungspflicht sind die verschiedenen Kommunikationspflichten. Neben Kontaktabbauungsregeln im Vorfeld einer Transaktion fallen darunter nicht nur die verschiedenen Aufklärungspflichten (unternehmens-, produkt- und abschlussbezogen), sondern auch die Erkundigungspflichten, bei denen sich der Informationsfluss in umgekehrter Richtung vollzieht. Die Ergebnisse der Erkundigung bilden dann die Grundlage für eine kundengerechte Beratung.

De lege ferenda sollte darauf hingewirkt werden, die bisher in den meisten Fällen unentgeltliche Zusatzleistung der Beratung als eigene, gesondert zu vergütende Leistung zu etablieren. Dies ist ökonomisch wünschenswert, da gerade die Vermischung von vergüteter Vermittlung und (scheinbar) unentgeltlicher Beratung/Empfehlung besondere Interessenkonflikte hervorruft, die sich aus dem Absatzinteresse des Finanzdienstleisters erklären.

Auch die Erkundigungs- und Beratungspflichten treffen grundsätzlich sowohl unabhängige als auch abhängige Vermittler sowie den Direktvertrieb, weil nur so der allgemeinen Interessenwahrungspflicht entsprechend ein den Kundenbedürfnissen entsprechendes Angebot gewährleistet werden kann. Dabei ist allerdings die Pflichtenintensität für *execution only*-Geschäfte, bei denen der Kunde kein Beratungsbedürfnis hat, zu reduzieren. Aus ökonomischer Sicht sollten Unternehmen bei solchen Geschäften lediglich vor allzu risikoreichen Geschäften warnen. Darüber hinaus unterliegen sie aber keiner Pflicht zur Beratung, sofern sie klar darauf hinweisen, dass sie keine Beratungsleistung erbringen. Das gleiche gilt auch für den Direktvertrieb von Versicherungen oder Kapitalanlagegesellschaften, die aufgrund des geringeren Risikos dieser Finanzprodukte ihre Dienstleistung auf die bloße Aufklärung, d.h. die Übermittlung von Abschluss-, Instrument- und Produktinformationen beschränken können, wenn der Kunde kein Bedürfnis an zusätzlicher Beratung erkennen lässt.

Individualisierte Erkundigungs- und Beratungspflichten sind anders als die allgemeinen Aufklärungspflichten daher also nicht verpflichtend, sondern können bei entsprechendem Kenntnisstand des Kunden abbedungen werden. Dies ergibt sich schlüssig aus dem prägenden Leitbild des *homo oeconomicus* – wenn kein Informationsgefälle besteht, muss auch keines durch Regulierung ausgeglichen werden.

Allerdings ist die Intensität der Erkundigungs- und Beratungspflicht der Vertriebsart entsprechend abzustufen, um den Besonderheiten des abhängigen Vermittlergeschäfts und des Direktvertriebs Genüge zu tun. Vertriebsvermittler, bei denen die Verbindung zum Emittenten der vermittelten Finanzprodukte nicht offenkundig ist, müssen auf diese Verbindung umso deutlicher hinweisen und die dadurch eventuell bedingte Einschränkung des Vertriebsangebots aufdecken, um den Kunden davon in Kenntnis zu setzen, welchen Umfang die Beratungsleistung haben soll.

Es ist zu erwarten, dass der Siegeszug des Internets dazu beiträgt, dass der aus ökonomischer Sicht ineffizientere gebundene Vertriebsvermittler langfristig zugunsten des unabhängigen Vermittlers geschwächt wird. Nur dieser kann ein umfassendes Angebot der erhältlichen Finanzprodukte bieten, das nicht zuletzt die Vorteile des europäischen Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen zur Geltung bringen kann.

Vertriebsbezogene Wohlverhaltensregeln im Finanzdienstleistungsbereich besitzen eine gleich mehrfache Zwitternatur. Die historische Entwicklung nicht nur in den USA, sondern auch in Kontinentaleuropa, hat eine bemerkenswerte Parallelität von geschriebenem Gesetzes- und ungeschriebenem Fallrecht hervorgebracht. Ebenfalls aus historischen Gründen sind diese Pflichten in der Regel an der Nahtstelle zwischen Selbstregulierung und staatlicher Regulierung angesiedelt. Des Weiteren befinden sie sich in einem schwierigen Spannungsfeld an der Schnittstelle zwischen kurativem Zivilrecht und präventivem Aufsichtsrecht.

Um die weitestgehende Einhaltung der Verhaltenspflichten zu garantieren, ist neben zivilrechtlicher Durchsetzung auch eine aufsichtsrechtliche Überwachung mit entsprechenden zusätzlichen Durchsetzungsmöglichkeiten wie Bußgeldern, Lizenzentzug etc. sinnvoll. Ein die zivilrechtliche Durchsetzung komplementierender aufsichtsrechtlicher Überprüfungsmechanismus führt zum markteffizientesten Resultat. Allerdings ist darauf zu achten, dass die zivilrechtlichen und die aufsichtsrechtlichen Normen aufeinander abgestimmt sind, um unterschiedliche Auslegungen zu vermeiden. Wenn sowohl zivilrechtliches Haftungssystem als auch detaillierte aufsichtsrechtliche Regelungen zur umfassenden Bewältigung der Informationsasymmetrie vonnöten sind, dürfen sich die beiden Regelungssysteme nicht ausschließen, sondern müssen sich sinnvollerweise ergänzen und entsprechend miteinander verbunden sein.

Ein Gleichlauf zivilrechtlicher und aufsichtsrechtlicher Verhaltenspflichten wird unter Berücksichtigung der in Anbetracht der rapiden Veränderungen auf den heutigen Finanzmärkten notwendigen Regelflexibilität am ehesten durch eine einheitliche sowohl zivilrechtlich als auch aufsichtsrechtlich wirkende gesetzliche Regulierung erreicht. Diese muss in der Folge durch die Aufsichtsbehörde konkretisiert und von der Rechtsprechung ausgelegt werden.

Gerade im Rahmen der Rechtsbeziehungen zwischen Finanzdienstleistern und ihren Kunden ist der Einsatz neuartiger Methoden alternativer Streitbeilegung inzwischen gang und gäbe; somit besteht neben der rein zivilrechtlichen Durchsetzung von Ansprüchen und der Durchsetzung auf dem Wege des Verwaltungsaufsichtsrechts ein weiteres zusätzliches Verfahren, das insbesondere im Hinblick auf die grenzüberschreitende Rechtsdurchsetzung erfolversprechend sein kann.

Der 3. Teil der Untersuchung wendet die theoretischen Erkenntnisse der ersten beiden Teile an und widmet sich der konkreten Ausgestaltung der Wohlverhaltenspflichten in drei ausgewählten Rechtsbereichen: den USA, Großbritannien und der Europäischen Union.

Hinsichtlich der konkreten Ausformung der Wohlverhaltensregeln in den USA konnte lediglich ein ausführliches Bild des Wertpapierbereichs gezeichnet werden, da der Vertrieb von Versicherungsdienstleistungen in einzelstaatlicher Verantwortung sehr disparat und kaum gesetzlich geregelt ist:

Spezielle Verhaltensregeln für *broker-dealers* sind ein gewachsener Bestandteil der amerikanischen *securities regulation*. Die diesbezüglichen Regeln entstammen sowohl dem Aufsichtsrecht als auch dem *common law*, so dass eine klare Aufgliederung des ineinander verwobenen Rechtsgefüges schwerlich möglich ist. Als Eckpfeiler des Systems sind zum einen die von der SEC aus den Antibetrugsbestimmungen der *securities laws* weiterentwickelte *shingle theory*, zum anderen die *suitability rule* zu nennen. Aufgrund der Herleitung aus den Betrugsschutzvorschriften wird vielfach auch heute noch nur ein vorsätzliches oder zumindest grob fahrlässiges Verhalten von den vage gehaltenen gesetzlichen Bestimmungen erfasst. Die detaillierteren Regeln der Selbstregulierungsorganisationen hingegen setzen am objektiven Verhalten an und verlangen

entsprechend keine subjektive Komponente auf Seiten des *broker-dealer*, sondern lediglich einen Verstoß gegen Sorgfalts- oder Interessenwahrungspflichten.

Entsprechend der Bedeutung des Kapitalmarktes für die amerikanische Wirtschaft ist die rechtswissenschaftliche Auseinandersetzung mit den Verhaltenspflichten der *broker-dealers* weiterhin sehr rege. Interessant ist, dass aufgrund des Aufkommens alternativer Streitbeilegungsmechanismen immer weniger neues Fallrecht die juristische Diskussion in Gang hält und befeuert, da bei einer Streitbeilegung im Regelfall keine juristische Aufbereitung des Sachverhalts veröffentlicht wird. Es ist daher davon auszugehen, dass das amerikanische Vertriebsrecht der *broker-dealers* sich in der Zukunft eher durch Regulierung seitens der SEC oder der NASD und nicht mehr wie in der Vergangenheit durch die Judikatur der Gerichte weiter entwickeln wird.

Als Begründung für die besonderen Verhaltenspflichten für Wertpapierdienstleister rückt die ursprünglich bei den *securities laws* im Vordergrund stehende Verhinderung vorsätzlicher betrügerischer Aktivitäten immer weiter zurück. Entsprechend der im ersten Teil der Untersuchung gewonnenen Einsichten zu Sinn und Zweck solcher Pflichten schlägt sich nun auch in den rechtlichen Regelungen zunehmend die Erkenntnis nieder, dass bereits der typische Informationsvorsprung des professionellen Wertpapierdienstleisters eines Ausgleichs durch Sorgfalts- und Interessenwahrungspflichten bedarf. Die Rechtsverfolgung durch die betroffenen Kunden wird dadurch erheblich erleichtert, da für einen Verstoß gegen die Verhaltenspflichten nicht mehr der Nachweis einer vorsätzlichen betrügerischen Aktivität oder jedenfalls grober Fahrlässigkeit notwendig ist, sondern schon tatsächlich sorgfaltswidriges Verhalten genügt.

Das britische System vertriebsbezogener Wohlverhaltensregeln weist nach den grundlegenden Reformen der vergangenen Jahre eine erheblich einheitlichere Struktur auf als das US-amerikanische. Die Pflichten der Wertpapierdienstleister sind in einem Regelwerk, dem FSA Handbook, zusammengefasst und nicht wie in den USA zersplittert in gesetzliche Vorschriften und Regeln verschiedener Selbstregulierungsorganisationen.

Weit wichtiger ist jedoch, dass dieses umfassende System der Wohlverhaltensregeln anders als in den USA nicht nur für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, sondern für die weitaus meisten Finanzdienstleistungsunternehmen, inklusive der Versicherungsvermittler, gelten soll. Damit ist ein komplett vereinheitlichtes Regelwerk für Kapitalanlagen und Versicherungsgeschäfte geschaffen, das auch in der Regelungstiefe einzigartig ist und die zunehmende Auflösung der Branchengrenzen, die im ersten Teil der Untersuchung festgestellt werden konnte, berücksichtigt. Auffallend ist die durchgehend sehr präzise Abstufung der Anwendung der Pflichten je nach Schutzbedürftigkeit. Das Regelungssystem ist dabei trotz der Regelgenauigkeit aufgrund der vereinheitlichten Struktur weit weniger komplex und verwirrend als dasjenige der USA.

Die Financial Services Authority überwacht als eine allumfassende Aufsichtsbehörde die Einhaltung der Regeln des FSA Handbook, das durch zahlreiche Konsultationsprozesse ständiger Anpassung an die Tendenzen und Neuerungen im praktischen Finanzdienstleistungsgeschäft unterworfen ist. So wird sichergestellt, dass die technischen und produktbezogenen Innovationen der Finanzdienstleistungsbranche möglichst rasch in den Rechtskorpus einbezogen werden. Die FSA verfügt dabei über eine umfassende administrative Durchsetzungsgewalt. Was die Rechtsdurchsetzung durch den einzelnen Kunden anbetrifft, ist wie in den USA die Dominanz außergerichtlicher Rechtsbehelfe – hier hauptsächlich im Rahmen des Financial Ombudsman Service – hervorzuheben.

Im europäischen Binnenmarkt setzen sich vertriebsbezogene Wohlverhaltensregeln zum Kundenschutz im europäischen Finanzdienstleistungsrecht mehr und mehr durch.



Die sehr knappe und vage gehaltene Passage zu Wohlverhaltenspflichten in der ersten Wertpapierdienstleistungsrichtlinie aus dem Jahre 1993 litt unter erheblichen Mängeln. Neben der unzureichenden Regelungstiefe und der Einführung eines systemfremden Gastlandprinzips wurden auch die Unklarheiten bei der Verortung der Dienstleistung und die fehlende Abgrenzung unterschiedlicher Kundenkategorien vielfach beklagt. Die neue Wertpapierdienstleistungsrichtlinie aus dem Jahre 2004 hat diese gravierenden Regulierungsdefizite der alten Richtlinie in Bezug auf die Wohlverhaltensregeln weitestgehend ausgeräumt. Die in der neuen Richtlinie statuierten Wohlverhaltenspflichten und die auf dieser Grundlage noch zu erlassenden Durchführungsmaßnahmen dürften zumindest für den Wertpapierbereich mittelfristig zu europaweit harmonisierten Wohlverhaltensregeln führen.

Auch beim Vertrieb von Versicherungsdienstleistungen sind nunmehr durch die Versicherungsvermittlungsrichtlinie Wohlverhaltensregeln etabliert worden, die gerade in Deutschland den Versicherungsvertrieb stark verändern werden. Im Gegensatz zu den Verhaltensregeln der ersten Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, bei denen die Rechtsnatur streitig war und es dementsprechend Mitgliedstaaten gab, die die aufsichtsrechtliche Umsetzung mit einer zivilrechtlichen Haftungsklausel verbanden, sind die Regeln im Rahmen der Versicherungsvermittlung eher zivilrechtlicher Natur. Zu beachten ist hier insbesondere, dass der Vertrieb durch einen originären Finanzintermediär (z.B. durch einen Direktversicherer) nicht von den Verhaltenspflichten umfasst ist, obwohl auch hier das Informationsgefälle in gleicher Weise vorhanden ist.

Der detaillierte Blick auf die Rechtswirklichkeit in den drei untersuchten Rechtsräumen zeigt, dass die Rechtsentwicklung jedenfalls in der Europäischen Union noch nicht zu den weitgehend ökonomisch und faktisch begründeten theoretischen Erkenntnissen aufgelaufen ist. Anhand des Beispiels Großbritanniens lässt sich aber mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit argumentieren, dass diese Anpassung der Rechtslage an die ökonomischen Erfordernisse in naher Zukunft zumindest eingehender diskutiert werden wird.

Europäische Wohlverhaltensregeln orientieren sich also weiterhin an der traditionellen Aufspaltung in verschiedene Finanzdienstleistungssektoren, obwohl – wie die Ergebnisse des ersten Teils der Untersuchung nachweisen – sowohl im Versicherungs- wie auch im Wertpapiervertrieb Regelungsbedarf und –zweck weitgehend vergleichbar sind. Die eingangs des ersten Teils beschriebenen tatsächlichen Entwicklungen am Markt (Aufweichung der Sektorengrenzen, Allfinanz, etc.) sind daher anders als in Großbritannien auf europäischer Ebene jedenfalls im Bereich der Wohlverhaltensregeln regulatorisch bisher nicht vollständig aufgearbeitet.

## II. AUSBLICK

Dabei erscheint gerade eine europaweite Harmonisierung der Kundenschutzregeln beim Vertrieb von Finanzdienstleistungen aus integrationspolitischen Überlegungen äußerst sinnvoll:

Die durch die Binnenmarktregeln gewährte Freizügigkeit der Finanzdienstleistungsanbieter führt dazu, dass insbesondere Privatkunden von einer höheren Auswahl an Finanzdienstleistungsprodukten und größerer Preiskonkurrenz profitieren können. Andererseits kann die größere Auswahl auch höhere Intransparenz und eine gewisse Verwirrung auf Seiten des Verbrauchers bewirken und ihn neuen Risiken aussetzen, denen er sich vorher in den von nationalen Regeln bestimmten Märkten nicht gegenüber sah.

Grenzüberschreitende Inanspruchnahme von Finanzdienstleistungen durch Privatkunden wird daher nur dann Normalität werden können, wenn diese Anleger Vertrauen in die Integrität der angebotenen Finanzdienstleistungsprodukte und die angewendeten Verkaufstechniken haben. Dieses Vertrauen wird ohne harmonisierte sektorenübergreifende Verhaltensregeln in ganz Europa kaum erreicht werden können.<sup>1274</sup>

Der angestrebte Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen ist gerade im Finanzdienstleistungssektor, das den Privatkunden in einem für die Alters- und sonstige finanzielle Vorsorge essentiellen Bereich betrifft, nur dann zu verwirklichen, wenn der Zugang zu grenzüberschreitenden kostengünstigen Streitlösungsmechanismen gewährleistet ist, die die in gerichtlichen Verfahren im allgemeinen und insbesondere in grenzüberschreitenden Fällen auftretenden Kosten, Unannehmlichkeiten und Zeitverzögerungen zu reduzieren in der Lage sind. Erst dann wird es beispielsweise der deutsche Privatkunde nicht mehr als Wagnis betrachten, seine Lebensversicherung in Frankreich oder Großbritannien abzuschließen, weil dort die Renditen besser sind als auf dem deutschen Heimmarkt.

Vereinheitlichte Wohlverhaltensregeln können im Zusammenspiel mit Systemen der außergerichtlichen Streitbeilegung eine wichtige Rolle bei der Entstehung des Europäischen Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen spielen. Ein effizientes europaweites Beschwerdesystem außerhalb der langwierigen und im Normalfall kostspieligeren traditionellen gerichtlichen Auseinandersetzung ist geeignet, die spezifische Problematik der Finanzdienstleistungen zu entschärfen, bei der der Verbraucher aufgrund der inhärenten Komplexität der Finanzdienstleistungen die Inanspruchnahme ausländischer Finanzdienstleistungen weiterhin mit großer Skepsis betrachtet. Wird dem Verbraucher ein glaubwürdiges System bereitgestellt, mittels dessen er auch grenzüberschreitend schnell zu seinem „Recht“ kommen kann, ohne die etablierte Gerichtsbarkeit in Anspruch nehmen zu müssen, kann das für eine Investitionsentscheidung außerhalb der eigenen nationalen Grenzen ein maßgebliches Kriterium sein.

Die europaweit Einzug haltende staatliche Förderung alternativer, insbesondere kapitalmarktorientierter Möglichkeiten der Altersvorsorge im Angesicht leerer öffentlicher Rentenkassen lässt einen umfassenden Schutz der breiten Masse der Anleger umso dringlicher erscheinen. Die konsequente einheitliche Aufsicht gerade über Einhaltung der

---

<sup>1274</sup> Dieses Defizit wird auch in Erwägungsgrund 2 der RL 2002/87 des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 16.12.2002 über die zusätzliche Beaufsichtigung der Kreditinstitute, Versicherungsunternehmen und Wertpapierfirmen eines Finanzkonglomerats, ABl. EU L 35/1 v. 11.02.2003, erkannt; eine Ausnahme bildet nun allerdings die Richtlinie über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher, dazu ausführlich siehe § 12 II. 3. a) .

Verhaltensregeln im Umgang mit dem Anleger ist – neben steigenden Kursen – wie kaum ein anderes Mittel geeignet, das Vertrauen der Anleger nach dem Platzen der *New Economy*-Blase mittelfristig wiederzuerlangen.

Allerdings sind die disparaten europäischen Regelungen für Versicherungen, Versicherungsvermittler und Wertpapierhändler im Bereich der Wohlverhaltensregeln (Informations-, Organisations- und Dokumentationspflichten) nicht dazu geeignet, die notwendige kohärente Strukturierung für den Binnenmarkt hervorzubringen. Der bis vor kurzem favorisierte Weg der Angleichung durch richtlinieninduzierte Mindestharmonisierung wird keinen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen schaffen.

Einer der Ziele des Financial Services Action Plan ist es, in der Europäischen Union eine tief in der Gesellschaft verwurzelte Aktienkultur zu entwickeln, wie sie in den USA bereits besteht. Profundes Vertrauen der Anleger in die den Markt regulierenden Institutionen ist für eine solch tiefgreifende Änderung der Spar- und Anlagekultur essentiell. Ein solches Unterfangen ist aber bei einer Zahl von sicher zwei Dutzend oder mehr unterschiedlichen nationalen Aufsichtsinstitutionen über Finanzdienstleistungsunternehmen zum Scheitern verurteilt, so dass bei Fortführung der nationalen Finanzaufsichten der Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen eine Schimäre bleiben wird.

Die Thematik der vollständigen Harmonisierung der Wohlverhaltensregeln ist daher des Öfteren mit der Frage verbunden worden, ob nicht die EU eine einzige integrierte Aufsichtsbehörde benötigt. So hat schon im Jahr 2000 das Centre for European Policy Studies (CEPS), einer der einflussreichsten *think tanks* in Brüssel, die Ansicht vertreten, dass bei einer Vollharmonisierung der Wohlverhaltensregeln eine Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde nicht mehr weit ist.<sup>1275</sup>

Die Finanzdienstleistungsunternehmen in Europa leiden unter 15 nichtharmonisierten Aufsichtsbehörden in 15 Mitgliedsländern, die schon bestehenden Probleme werden sich mit der Erweiterung weiter verschärfen. Bereits im Segré-Bericht 1966 und in einem daraufhin vorgelegten Papier der Kommission aus dem Jahre 1972 war zur Angleichung der Strukturen der Kapitalmärkte eine einheitliche Aufsicht über Banken und Wertpapiermärkte als notwendig erachtet worden.<sup>1276</sup> Nach dem Beitritt Großbritanniens 1973 geriet das ambitionierte Projekt zunächst in Vergessenheit, da eine gemeinsame Aufsicht nunmehr als politisch nicht durchsetzbar angesehen wurde; in Großbritannien hatte es zu diesem Zeitpunkt noch keine gesetzlichen Vorschriften über die Beaufsichtigung von Banken und Wertpapierdienstleistern gegeben.<sup>1277</sup>

Nach weiteren 30 Jahren der langsamen Integration durch Markterweiterung, Mindestharmonisierung und Herkunftslandprinzip soll der einheitliche Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen im Jahr 2005 endgültig Wirklichkeit werden. So stellt sich die damalige Frage heute erneut mit umso größerer Dringlichkeit: Kann es einen einheitlichen europäischen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen wirklich geben, ohne dass grundlegende Aufsichtsregeln völlig vereinheitlicht sind und ihre uniforme Anwendung in jedem Mitgliedsland von einer Aufsichtsbehörde kontrolliert wird?

In letzter Zeit ist vermehrt der Ruf nach einer europäischen Allfinanzaufsicht laut geworden. Im Jahr 2002 gab es bei einem ECOFIN-Treffen bereits recht weitreichende Vorschläge von

---

<sup>1275</sup> “If some believe that a total harmonization of conduct of business rules is possible, and this view becomes influential, a single European securities regulator could be brought that much nearer.” – Special CEPS Press Briefing: Does Europe need an FSA? An agenda for the Lamfalussy Group, Karel Lannoo, Chief Executive, 14 July 2000; die gleiche Ansicht vertritt auch KARMEL, CJTL 1998, S. 10.

<sup>1276</sup> SCHÄFER, AG 1993, S. 389.

<sup>1277</sup> Ibid.

Großbritannien und Deutschland, die eine europaweite Koordinierungsbehörde bei Beibehaltung der nationalen Aufsichtsbehörden vorsahen. Diese Koordinierungsbehörde könnte aus der schon existierenden Struktur der CESR in Paris erwachsen. Allerdings ist der Vorschlag vom ECOFIN kühl aufgenommen worden.<sup>1278</sup> Überraschend ist bei dieser Initiative die positive Haltung von Großbritannien, wurde doch bis dato eine EU-Allfinanzaufsicht von Großbritannien stets vehement abgelehnt, weil die Möglichkeiten der britischen Regierung, mittels der mächtigen FSA Einfluss auf den weltweit zweitgrößten Finanzplatz London zu nehmen, damit zwangsläufig schrumpfen würde.<sup>1279</sup>

Widerstand kommt aber auch von kontinentaler Seite: Die Harmonisierung der Finanzdienstleistungen insgesamt und die Verwendung von Verhaltensregeln insbesondere basiere zu sehr auf im angloamerikanischen Recht verankerten Prinzipien und berücksichtige in nicht ausreichendem Maße kontinentale Rechtstraditionen, die gerade im Versicherungsbereich viel mehr der Produktkontrolle verhaftet war. Verschiedene weitere Argumente werden gegen die Einführung einer EU-Allfinanzaufsicht, häufig etwas abwertend „Superaufsichtsbehörde“ genannt<sup>1280</sup>, ins Feld geführt: Superaufsichtsbehörden neigten zu „aufgeblähten Apparaten, mangelnder Flexibilität, fehlender Bürgernähe und unverhältnismäßiger Bürokratie“; überdies sei eine unmittelbare räumliche und persönliche Nähe zwischen Aufsicht und Börse unerlässlich.<sup>1281</sup>

Indes spricht vieles dafür, dass der nunmehr eingeschlagene Weg der zukunftsweisende ist. Eine enger gestrickte Zusammenarbeit zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden, von denen immer mehr dem Typus der Allfinanzaufsicht entsprechen, wird schon die ESC in Zusammenarbeit mit der CESR de facto zu einem Aufsichtsorgan machen. Wegweisend könnte in diesem Zusammenhang das konsequente Vorgehen nach dem Lamfalussy-Verfahren bei der Präzisierung und Vollharmonisierung der Wohlverhaltensregeln wirken. Sollte das Zusammenspiel zwischen den europäischen Institutionen und CESR sich tatsächlich so problemlos fortsetzen, wäre dies ein Beispiel dafür, wie ohne weitergehende Institutionalisierung – d.h. die Schaffung einer weiteren europäischen Institution – Vollharmonisierung nur durch Zusammenarbeit der nationalen Behörden und Institutionen erreicht werden kann. Bei dieser Konstellation ist die essentielle Frage, inwieweit die nationalen Aufsichtsbehörden die Befugnis haben, die Regeln ohne größere Abweichung mittels Verordnungen in nationales Recht zu übertragen (Stichwort: Verordnungskompetenz) oder ob es weiterhin einer Umsetzung mit gewissem Spielraum durch die nationalen Parlamente bedarf. Ohne eine solche Verordnungskompetenz durch die nationalen Aufsichtsbehörden bzw. eine Vollharmonisierung ohne Umsetzungsspielraum wären divergierende Regelungen gerade im Bereich der Wohlverhaltensregeln vorprogrammiert.

Allerdings ist der Schritt zu einer Institutionalisierung bei einer so engen Zusammenarbeit mit anschließender bloßer Übertragung der Arbeitsergebnisse in nationales Recht nicht mehr weit. Anbieten würde sich eventuell ein Vorgehen, wie es bei Fusionskontrollverfahren üblich ist: So könnten die größeren und grenzüberschreitend operierenden Unternehmen einer europaweiten Aufsicht mit europaweit unterschiedslosen Regeln unterstellt werden. Kleinere, im Wesentlichen nur innerhalb eines Mitgliedstaates tätige Unternehmen könnten weiter den

<sup>1278</sup> FAZ, 15.04.02, S. 15.

<sup>1279</sup> Wie weit auch schon auf Seiten des Europäischen Parlaments die Gedankenspiele hinsichtlich einer Europäischen Finanzaufsichtsbehörde gediehen sind, belegt das Briefing Paper mit dem Titel „*Is there a Case for a European Financial Services Regulator?*“, das THYGESEN für den Ausschuss Wirtschaft und Währung bereits im August 2001 erstellt hat.

<sup>1280</sup> KURTH, WM 2000, S. 1528.

<sup>1281</sup> Ibid.

Besonderheiten und Traditionen des jeweiligen Marktes angepassten nationalen, jedoch „mindestharmonisierten“ Aufsichtsregeln unterstehen und von nationalen Aufsichtsbehörde(n) beaufsichtigt werden. Nationale Besonderheiten würden damit für diejenigen Unternehmen berücksichtigt, die tatsächlich nur national tätig sind.

Entsprechend ist zumindest eine erheblich verstärkte sektorübergreifende Zusammenarbeit der nationalen Aufsichtsbehörden auf europäischer Ebene notwendig; langfristig erscheint die Schaffung einer Europäischen Finanzmarktaufsicht für die Vollendung des Binnenmarktes unabdingbar.<sup>1282</sup>

Es sei an dieser Stelle daran erinnert, dass namhafte Experten noch vor wenig mehr als zehn Jahren auf die Kolloquiumsfrage „Braucht Europa eine eigene Zentralbank?“ mit großer Überzeugung meinten, eine solche sei – auch in einer dem Federal Reserve System oder der Bundesbank ähnlichen Form – auf absehbare Zeit und ohne politische Union nicht möglich.<sup>1283</sup> Und doch befinden wir uns heute mit einer gemeinsamen Währung und einer Europäischen Zentralbank in einer Europäischen Union ohne weitergehende politische Einigung in den relevanten Fragen wie Steuern oder Verteidigung. So ist in der Geschichte der Europäischen Union die Entwicklung oftmals über zweifelnde Stimmen hinweggegangen und hat Tatsachen geschaffen, die noch wenige Jahre zuvor undenkbar gewesen waren.

Diese Untersuchung hat gezeigt, dass eine integrierte Europäische Allfinanzmarktaufsicht für die Vollendung des Finanzdienstleistungsbinnenmarkts jedenfalls bezogen auf die Wohlverhaltensregeln, d.h. aus Sicht des Kundenschutzes, wohl die beste Lösung ist. Ohne eine solche Institution – wie auch immer sie intern organisiert sein sollte – ist ein vollendeter Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen ohne Wettbewerbsverzerrungen und hindernde Gesetzesschränken bei den durch Globalisierung und Informationstechnologie bedingten rasanten Veränderungen des Marktes nach den hier für die Wohlverhaltensregeln dokumentierten Erkenntnissen nicht möglich. Nach allem scheint eine solche integrierte Europäische Finanzmarktaufsicht nicht mehr eine Frage des „Ob“ zu sein, sondern eine des „Wann“ bzw. „Wie“.

---

<sup>1282</sup> So auch DI GIORGIO/DI NOIA, die einen detaillierten Vorschlag für die Struktur einer solchen europäischen Finanzmarktaufsicht machen: Demnach sollen die unterschiedlichen Aufsichtsziele (die Autoren sehen hier mikroökonomische Stabilität, Verbraucherschutz und Wettbewerb) jeweils durch die Tätigkeit unterschiedlicher Institutionen gewährleistet werden, wobei jede Institution von den nationalen Behörden ähnlich dem schon bestehenden Europäischen System der Zentralbanken unterstützt werden soll, *ibid.* S. 19ff.; etwas skeptischer bleibt GALANOPOULOU, EBLR 2003, S. 277, 289ff.

<sup>1283</sup> DE CECCO/GIOVANNINI, S. 10f.

### III. 10 THESEN AUF EINEN BLICK

1. Wohlverhaltenspflichten dienen dem System- und primär dem Kundenschutz und sind im Rahmen des Vertriebs von Kapitalanlage- und Versicherungsprodukten aus ökonomischer Sicht erforderlich, um den zwischen Finanzdienstleistern und Kunden bestehenden strukturellen Informationsasymmetrien zu begegnen.
2. Da das Finanzdienstleistungsgeschäft von einer zunehmenden Finanzkonglomeration und dem Verschwimmen der althergebrachten Sektorengrenzen geprägt ist, wäre eine sektorenübergreifende Regelung der Wohlverhaltenspflichten de lege ferenda zu begrüßen.
3. Dies ist insbesondere auch wettbewerbspolitisch geboten, um die mehr und mehr mit ähnlichen Produkten um die gleichen Kundengruppen werbenden Finanzdienstleister der Versicherungs- und Wertpapierbranche auch den vergleichbaren Vorschriften für den Umgang mit dem Kunden zu unterwerfen.
4. Der Katalog vertriebsbezogener Wohlverhaltenspflichten ist sowohl den unterschiedlichen Schutzbedürfnissen der Finanzdienstleistungsempfänger als auch dem Grad der Abhängigkeit des Vermittlers vom „Hersteller“ des Finanzprodukts anzupassen.
5. Vertriebsbezogene Wohlverhaltenspflichten nehmen im Normengefüge typischerweise eine Zwitterstellung zwischen Aufsichts- und Privatrecht ein.
6. Eine Auftrennung von Finanzdienstleistungen in einen von unterschiedlichen Dienstleistern geleisteten Vermittlungs- und Beratungsteil wäre ökonomisch sinnvoll, dürfte aber praktisch aufgrund der Marktgegebenheiten selbst durch massive regulatorische Eingriffe kaum realisierbar sein.
7. Sowohl im anglo-amerikanischen Raum als auch auf europäischer Ebene bestehen zunehmend Tendenzen, für die Konfliktlösung im Finanzdienstleistungssektor auf alternative Streitbeilegungsmechanismen zurückzugreifen.
8. Mit der Verabschiedung der neuen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und der damit einhergehenden europaweiten Harmonisierung der Wohlverhaltenspflichten im Wertpapierbereich sind die erheblichen Defizite der Wohlverhaltensregeln der alten Wertpapierdienstleistungsrichtlinie weitgehend beseitigt worden.
9. Für die Vollendung des europäischen Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen ist jedoch eine Vollharmonisierung gemeinsamer vertriebsbezogener Wohlverhaltensregeln für den Kapitalanlage- und den Versicherungssektor erforderlich.
10. Europaweite Verhaltenspflichten lassen im Zusammenhang mit der Entwicklung der einst getrennten Bank-, Wertpapier- und Versicherungsdienstleistungsunternehmen zu Allfinanzkonzernen eine einheitliche europäische Finanzmarktaufsicht näher rücken.

## ANHANG: VERGLEICH DER RESOLUTIONEN VON IOSCO UND IAIS

Die Inhaltsähnlichkeit der beiden Resolutionen von IOSCO und IAIS zu Wohlverhaltensregeln verdeutlicht die folgende Tabelle.<sup>1284</sup>

PRINZIP	IOSCO 1990	IAIS 1999
INTEGRITÄT	<p>1. HONESTY AND FAIRNESS: IN CONDUCTING ITS BUSINESS ACTIVITIES, <u>A FIRM SHOULD ACT HONESTLY AND FAIRLY IN THE BEST INTERESTS OF ITS CUSTOMERS AND THE INTEGRITY OF THE MARKET.</u> This principle includes any obligation to <u>avoid misleading and deceptive acts or representations</u></p>	<p>1. INTEGRITY: <u>INSURERS AND INTERMEDIARIES SHOULD AT ALL TIMES ACT HONESTLY AND IN A STRAIGHTFORWARD MANNER.</u> Service providers have an obligation to <u>avoid misleading and deceptive acts or representations</u> ...</p>
SORGFALTS-PFLICHT	<p>2. <u>DILIGENCE:</u> <u>IN CONDUCTING ITS BUSINESS ACTIVITIES, A FIRM SHOULD ACT WITH DUE SKILL, CARE AND DILIGENCE IN THE BEST INTERESTS OF ITS CUSTOMERS AND THE INTEGRITY OF THE MARKET.</u></p>	<p>2. <u>SKILL, CARE AND DILIGENCE:</u> <u>IN CONDUCTING THEIR BUSINESS ACTIVITIES, INSURERS AND INTERMEDIARIES SHOULD ACT WITH DUE SKILL, CARE AND DILIGENCE.</u></p>
INTERESSENWAHRUNGSPFLICHT	<p>1. HONESTY AND FAIRNESS: IN CONDUCTING ITS BUSINESS ACTIVITIES, <u>A FIRM SHOULD ACT HONESTLY AND FAIRLY IN THE BEST INTERESTS OF ITS CUSTOMERS AND THE INTEGRITY OF THE MARKET.</u></p>	<p>Ad 6: A service provider should not unfairly place its interests above those of its customers and where a properly informed customer would reasonably expect that the <u>service provider would place the customer's interests above its own</u>, the service provider should live up to that expectation.</p>
VERMEIDUNG VON INTERESSENKONFLIKTEN	<p>6. <u>CONFLICTS OF INTERESTS:</u> <u>A FIRM SHOULD TRY TO AVOID CONFLICTS OF INTERESTS, AND WHEN THEY CANNOT BE AVOIDED, SHOULD ENSURE THAT ITS CUSTOMERS ARE FAIRLY TREATED.</u> ... proper management to ensure <u>fair treatment of customers may require disclosure, internal rules of confidentiality, or other appropriate methods or combinations of methods.</u></p>	<p>6. <u>CONFLICTS OF INTERESTS:</u> <u>INSURERS AND INTERMEDIARIES SHOULD AVOID CONFLICTS OF INTERESTS.</u> ... the service provider should ensure <u>fair treatment to all its customers by disclosure, internal rules of confidentiality</u>, declining to act or otherwise ...</p>

<sup>1284</sup> Prinzipien sind dem jeweiligen Dokument entsprechend nummeriert und in Kapitälchen gehalten, Erläuterungen zu den einzelnen Prinzipien in normaler Schrift, wortgleiche oder nahezu identische Formulierungen sind jeweils kursiv und unterstrichen hervorgehoben.

PRINZIP	IOSCO 1990	IAIS 1999
ALLGEMEINE ORGANISATIONS-PFLICHTEN	<p>3. CAPABILITIES: A FIRM SHOULD HAVE AND EMPLOY EFFECTIVELY THE RESOURCES AND PROCEDURES WHICH ARE NEEDED FOR THE PROPER PERFORMANCE OF ITS BUSINESS ACTIVITIES.</p>	<p>3. PRUDENCE: INSURERS AND INTERMEDIARIES SHOULD CONDUCT THEIR BUSINESS AND ORGANISE THEIR AFFAIRS WITH PRUDENCE. 9. MANAGEMENT AND CONTROL: INSURERS AND INTERMEDIARIES SHOULD ORGANISE AND CONTROL THEIR AFFAIRS EFFECTIVELY.</p>
DOKUMENTATIONS-PFLICHT		<p>Ad 9: ... keep adequate and orderly records of its business and internal organisation ...</p>
ERKUNDIGUNGS-PFLICHT	<p>4. <u>INFORMATION ABOUT CUSTOMERS</u>: <i>A FIRM SHOULD SEEK FROM ITS CUSTOMERS INFORMATION ABOUT THEIR FINANCIAL SITUATION, INVESTMENT EXPERIENCE AND INVESTMENT OBJECTIVES RELEVANT TO THE SERVICES TO BE PROVIDED.</i> This principle includes any obligation to know one's customer.</p>	<p>5. <u>INFORMATION ABOUT CUSTOMERS</u>: <i>INSURERS AND INTERMEDIARIES SHOULD SEEK FROM THEIR CUSTOMERS INFORMATION WHICH MIGHT REASONABLY BE EXPECTED BEFORE GIVING ADVICE OR CONCLUDING A CONTRACT.</i> ... the service provider should obtain sufficient information about the customer to assess its insurance needs ...</p>
BERATUNGSPFLICHT	<p>Ad 4.: ... This principle is a necessary element in enabling the firm to fulfill any suitability requirements.</p>	<p>Ad 2: ... Where appropriate an assessment of the customer's individual requirements should be made to determine what insurance coverage is necessary ...</p>
AUFKLÄRUNGSPFLICHT	<p>5. <u>INFORMATION FOR CUSTOMERS</u>: A FIRM SHOULD MAKE ADEQUATE DISCLOSURE OF RELEVANT MATERIAL INFORMATION IN ITS DEALINGS WITH ITS CUSTOMERS.</p>	<p>4. <u>DISCLOSURE OF INFORMATION TO CUSTOMERS</u>: INSURERS AND INTERMEDIARIES SHOULD PAY DUE REGARD TO THE INFORMATION NEEDS OF THEIR CUSTOMERS AND TREAT THEM FAIRLY.</p>
UMGANG MIT DEN AUFSICHTSBEHÖRDEN	<p>7. <u>COMPLIANCE</u>: A FIRM SHOULD <u>COMPLY WITH ALL REGULATORY REQUIREMENTS</u> APPLICABLE TO THE CONDUCT OF ITS BUSINESS ACTIVITIES SO AS TO PROMOTE THE BEST INTERESTS OF CUSTOMERS AND THE INTEGRITY OF THE MARKET.</p>	<p>7. RELATIONSHIP WITH REGULATORS: INSURERS AND INTERMEDIARIES SHOULD DEAL WITH THEIR REGULATORS IN AN OPEN AND COOPERATIVE WAY. Service providers must ensure that an effective <u>compliance</u> programme is in place that <u>meets the regulator's supervisor's requirements</u>.</p>
BESCHWERDESYSTEM		<p>8. COMPLAINTS: INSURERS AND INTERMEDIARIES SHOULD SUPPORT A SYSTEM OF COMPLAINTS HANDLING WHERE APPLICABLE.</p>